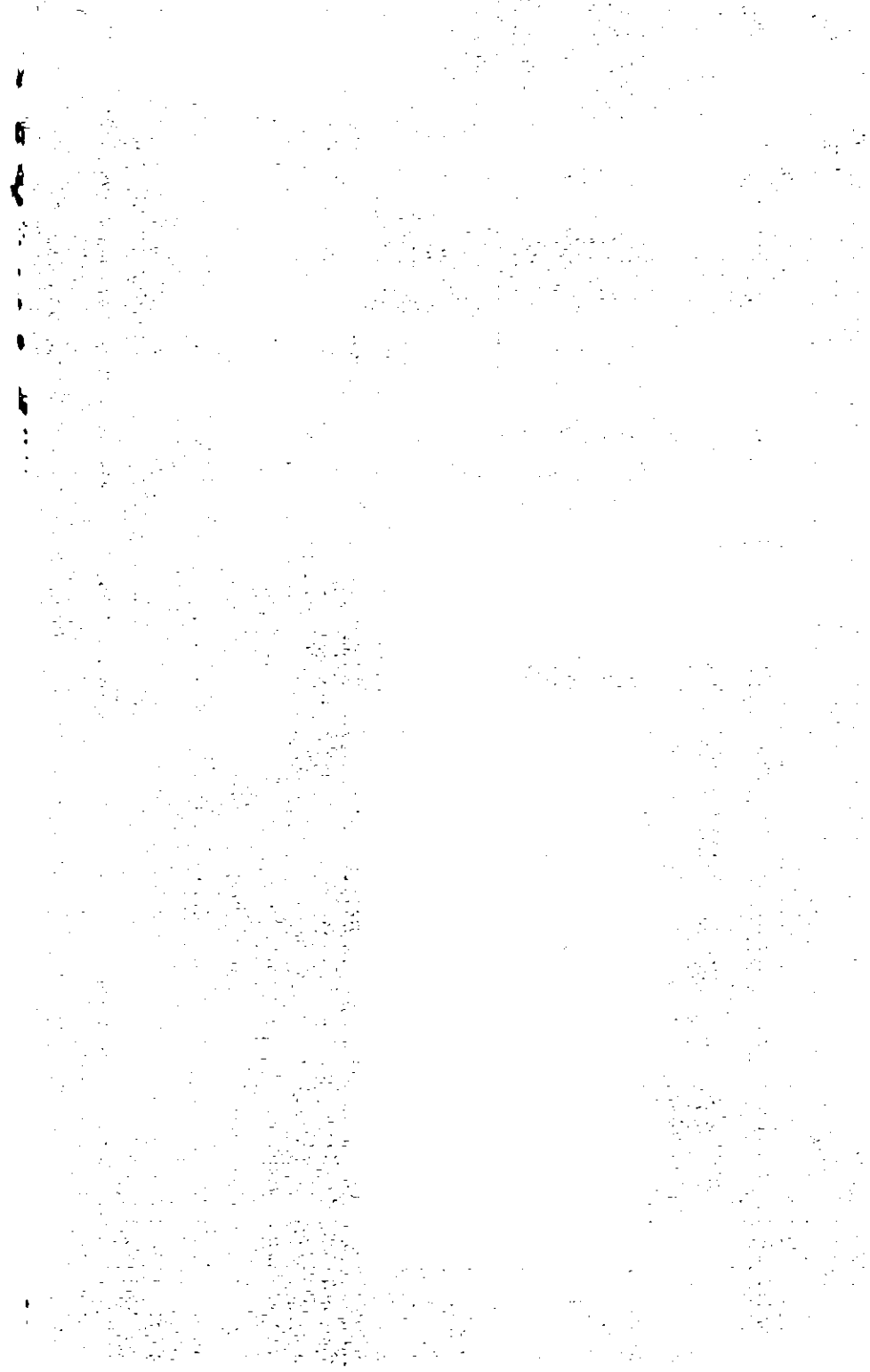




И.А. БЛАНК

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

**«Ника-Центр»
«Эльга»
КИЕВ 2002**

В книге рассматривается основной круг вопросов управления денежными потоками предприятия в современных условиях. В ней изложен теоретический базис управления денежными потоками; сформулированы сущность, цель и функции этого управления; рассмотрены его методологические системы и методический инструментарий, определены формы связей денежных потоков предприятия с различными видами и сегментами товарного и финансового рынков. Книга знакомит с современными методами разработки политики управления денежными потоками предприятия, особенностями механизмов управления ими в процессе операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. Книга широко иллюстрирована схемами, графиками, таблицами и примерами, содержит основные расчетные алгоритмы и необходимый справочный аппарат.

Книга рассчитана на руководителей и финансовых менеджеров предприятий, преподавателей и студентов экономических вузов.

Все права защищены. Всякое коммерческое использование текста, оформления и названия серии — полностью или частично — возможно исключительно с письменного разрешения Издателя. Нарушения преследуются в соответствии с законодательством.

Подписано в печать 24.10.2001. Формат 84×108/32. Бумага офсетная. Печать высокая. Усл. печ. л. 38,64. Уч.-изд. л. 42,1. Тираж 3000 экз. Заказ № 2728.

Издательство «Ника-Центр». 01021, Киев, ул. Институтская, 25
т./ф. (044) 274-88-10; e-mail: psyhea@sabbo.net, servic57@i.com.ua
Свидетельство Госкоминформа ДК № 305 от 28.12.2000.

Фирма «Эльга». 01042, Киев, ул. Глазунова, 4/47
e-mail: elga@svitonline.com. Свидетельство № 23495978 от 27.04.95.

Издание осуществлено при участии ООО «Элькор-МК»
113638, Москва, ул. Кривокожская, 25-103. Издательская лицензия ИД № 03276 от 20.11.2000.

Отпечатано с диапозитивов в ФГУП «Печатный двор» Министерства РФ
по делам печати, телерадиовещания и средств массовых коммуникаций.
197110, Санкт-Петербург, Чкаловский пр., 15.

Бланк И.А.

Б68 Управление денежными потоками. — К.: Ника-Центр, Эльга, 2002. —
736 с. — (Серия "Библиотека финансового менеджера"; Вып. 8).

ББК 65.050

ISBN 5-94773-001-4 (Москва)

ISBN 966-521-150-1 (Киев)

ISBN 5-94773-001-4



9 785947 730012

© И.А.Бланк. 2002

© Оригинал-макет, художественное
оформление. Издательство "Ника-
Центр", 2002

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	9
Раздел I.	
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И МЕТОДИЧЕСКИЕ ОС- НОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПО- ТОКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ	11
Глава 1. Теоретический базис управления денеж- ными потоками	
1.1. Экономическая сущность денежных по- токов предприятия	11
1.2. Функции денег	29
1.3. Оборот капитала	39
1.4. Стоимость капитала	45
1.5. Структура капитала	56
1.6. Амортизация активов	71
1.7. Виды и механизм функционирования фи- нансового рынка	79
1.8. Финансовые инструменты, обслуживаю- щие денежные потоки предприятия	103
1.9. Классификация денежных потоков пред- приятия	114
Глава 2. Сущность и функции управления денеж- ными потоками	
2.1. Сущность, цель и задачи управления де- нежными потоками	130
2.2. Функции и механизм управления денеж- ными потоками	138
Глава 3. Методологические системы обеспечения управления денежными потоками	
3.1. Информационная система управления де- нежными потоками	146

3.2. Системы и методы анализа денежных потоков	154
3.3. Системы и методы планирования денежных потоков	168
3.4. Системы и методы контроля денежных потоков	178
Глава 4. Методический инструментарий управления денежными потоками	
4.1. Методы оценки денежных потоков во времени	188
4.2. Методы оценки денежных потоков в условиях инфляции	208
4.3. Методы оценки ликвидности денежных потоков	218
4.4. Методы оценки равномерности и синхронности денежных потоков	227
Раздел II.	
ПОЛИТИКА УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ	231
Глава 5. Сущность политики управления денежными потоками предприятия и последовательность ее разработки	
5.1. Понятие политики управления денежными потоками предприятия и предпосылки ее формирования	231
5.2. Принципы и последовательность разработки политики управления денежными потоками предприятия	236
Глава 6. Методические подходы к разработке политики управления денежными потоками предприятия	
6.1. Исследование факторов, влияющих на формирование денежных потоков предприятия	253
6.2. Формирование системы целевых параметров организации денежных потоков предприятия	258
6.3. Оценка результативности разработанной политики управления денежными потоками	266

Раздел III.

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ 269

- Глава 7. Общие основы управления денежными потоками в процессе операционной деятельности**
- 7.1. Особенности операционной деятельности, определяющие характер ее денежных потоков 269
- 7.2. Механизм управления операционными денежными потоками предприятия на основе системы "взаимосвязь издержек, объема реализации и прибыли" 279
- Глава 8. Управление операционными доходами**
- 8.1. Сущность и виды операционных доходов 292
- 8.2. Формирование ценовой политики 295
- 8.3. Планирование операционных доходов 305
- Глава 9. Управление операционными затратами**
- 9.1. Сущность и виды операционных затрат 314
- 9.2. Операционный леверидж 324
- 9.3. Калькулирование себестоимости продукции 338
- 9.4. Планирование операционных затрат 350
- Глава 10. Управление налоговыми платежами**
- 10.1. Система налогообложения операционной деятельности предприятия 357
- 10.2. Формирование налоговой политики предприятий 361
- 10.3. Налоговое планирование 369

Раздел IV.

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ 373

- Глава 11. Общие основы управления денежными потоками в процессе инвестиционной деятельности**
- 11.1. Особенности инвестиционной деятельности, определяющие характер ее денежных потоков 373

11.2. Механизм формирования инвестиционной прибыли и инвестиционного чистого денежного потока	379

Глава 12. Управление денежными потоками в процессе реального инвестирования

12.1. Характеристика форм реального инвестирования и инвестиционных проектов	388
12.2. Оценка эффективности реальных инвестиционных проектов	398
12.3. Оценка рисков реальных инвестиционных проектов	413
12.4. Формирование программы реальных инвестиций	429

Глава 13. Управление денежными потоками в процессе финансового инвестирования

13.1. Особенности и формы осуществления финансовых инвестиций предприятия	447
13.2. Оценка эффективности отдельных финансовых инструментов инвестирования	456
13.3. Оценка рисков отдельных финансовых инструментов инвестирования	468
13.4. Формирование портфеля финансовых инвестиций	476

Раздел V.

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ	503

Глава 14. Общие основы управления денежными потоками в процессе финансовой деятельности

14.1. Особенности финансовой деятельности, определяющие характер ее денежных потоков	503
14.2. Принципы привлечения предприятием денежных ресурсов из внешних источников	508
14.3. Механизм управления привлечением денежных ресурсов на основе финансового левериджа	520

Глава 15. Управление собственными денежными ресурсами, привлекаемыми из внешних источников	
15.1. Оценка стоимости отдельных элементов собственного капитала предприятия	527
15.2. Управление привлечением акционерного капитала	534
15.3. Дивидендная политика	538
Глава 16. Управление привлечением заемных денежных ресурсов из внешних источников	
16.1. Оценка стоимости отдельных элементов заемного капитала предприятия	551
16.2. Управление привлечением банковского кредита	558
16.3. Управление финансовым лизингом	574
16.4. Управление облигационным займом	588

Раздел VI.

ПЛАНИРОВАНИЕ И ОПТИМИЗАЦИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ	598

Глава 17. Планирование объемов и структуры денежных потоков предприятия	
17.1. Разработка плана поступления и расходования денежных средств	598
17.2. Разработка платежного календаря	619
Глава 18. Оптимизация денежных потоков	
18.1. Оптимизация среднего остатка денежных активов	628
18.2. Оптимизация платежного оборота предприятия	637

ЛИТЕРАТУРА	642

СПРАВОЧНЫЙ АППАРАТ	648

I. Таблицы финансовых вычислений	
1. Множители наращения, используемые для расчетов будущей стоимости по сложным процентам	648
2. Дисконтные множители, используемые для расчетов настоящей стоимости по сложным процентам	652

3. Множители наращения аннуитета, используемые для расчетов будущей стоимости 656
4. Дисконтные множители аннуитета, используемые для расчетов настоящей стоимости 660
5. Значения функции нормального распределения вероятностей 664

II. Основные алгоритмы управления денежными потоками

1. Алгоритмы оценки стоимости денежных потоков 666
2. Алгоритмы управления совокупными денежными потоками предприятия 670
3. Алгоритмы управления денежными потоками в процессе операционной деятельности 672
4. Алгоритмы управления денежными потоками в процессе инвестиционной деятельности 677
5. Алгоритмы управления денежными потоками в процессе финансовой деятельности 681

СЛОВАРЬ КЭШ-МЕНЕДЖМЕНТА 683

1. Терминологический словарь 683
2. Англо-русский словарь наиболее употребительных терминов 729

ВВЕДЕНИЕ

В последние годы в системе финансового управления предприятием все большее внимание уделяется вопросам организации денежных потоков, оказывающих существенное влияние на конечные результаты его хозяйственной деятельности. Вместе с тем, следует отметить, что концепция денежного потока предприятия как самостоятельного объекта финансового управления еще не получила достаточного отражения не только в отечественной, но и в зарубежной литературе по вопросам финансового менеджмента. Об этом свидетельствует тот факт, что во всех фундаментальных учебниках по основам финансового менеджмента, подготовленных исследователями американской, европейской, японской и отечественной школ, самостоятельный раздел по управлению денежными потоками компаний и фирм отсутствует.

Вместе с тем, денежные потоки предприятия во всех их формах и видах, а соответственно и совокупный его денежный поток, несомненно являются важнейшим самостоятельным объектом финансового менеджмента. Это определяется тем, что денежные потоки обслуживают хозяйственную деятельность предприятия практически во всех ее аспектах. Образно денежный поток можно представить как систему "финансового кровообращения" хозяйственного организма предприятия. Эффективно организованные денежные потоки предприятия являются важнейшим симптомом его "финансового здоровья", предпосылкой обеспечения устойчивого роста и достижения высоких конечных результатов его хозяйственной деятельности в целом. Поэтому знание и практическое использование современных принципов, механизмов и методов эффективного управления денежными потоками

(в западной терминологии — “кэш-менеджмента”) позволяет обеспечить переход предприятия к новому качеству экономического развития в рыночных условиях...

Цель данной книги — вооружить руководителей и финансовых менеджеров предприятий системой современных методов управления денежными потоками предприятия, адекватных рыночной экономике; способствовать восприятию ими новой финансовой идеологии и культуры управления; ознакомить с современными технологиями и инструментами, используемыми отечественной и зарубежной практикой в процессе управления денежными потоками.

В книге рассматривается основной круг вопросов, позволяющих комплексно представить содержание процессов управления денежными потоками предприятия в современных условиях и обеспечивающих выработку эффективных управленческих решений в этой сфере финансового менеджмента. В ней изложен необходимый теоретический базис управления денежными потоками; сформулированы сущность, цель и функции этого управления; рассмотрены его методологические системы и методический инструментарий.

Книга знакомит с современными методами разработки политики управления денежными потоками предприятия; особенностями механизмов управления ими в процессе операционной, инвестиционной и финансовой деятельности; критериями принятия эффективных управленческих решений по всем основным вопросам организации денежного оборота предприятия. Значительное внимание уделено в книге вопросам планирования объемов и структуры денежных потоков, сбалансированности и синхронизации во времени отдельных их видов.

Автор выражает надежду, что рекомендации, содержащиеся в данной книге, окажут практическую помощь в повышении эффективности организации денежных потоков предприятий и будут использованы в процессе подготовки финансовых менеджеров нового поколения. Одновременно автор выражает глубокую признательность Горожину А.Д. — руководителю издания серии “Библиотека финансового менеджера” — за инициативу подготовки и публикации этой книги.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И МЕТОДИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Глава 1.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ БАЗИС УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

1.1. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

Осуществление практически всех видов финансовых операций генерирует определенное движение денежных средств в форме их поступления или расходования. Это движение денежных средств функционирующего предприятия во времени представляет собой непрерывный процесс и определяется понятием "денежный поток". На современном этапе управлению денежными потоками предприятия уделяется все больше внимания и на этом пути уже достигнут определенный прогресс.

Дальнейшее развитие систем и механизмов управления денежными потоками предприятия настоятельно требует углубления теоретических исследований этой важнейшей для финансового менеджмента категории, и в первую очередь — всестороннего рассмотрения определяющих ее сущностных характеристик. Предваряя это рассмотрение, отметим, что данное исследование

направлено на последующее практическое использование отдельных теоретических положений в системе управления денежными потоками конкретных субъектов хозяйствования. Такое ограничение сознательно исключает из поля исследования теории денежных потоков все абстрактные определения этой категории, характеризующие ее как форму общественно-экономических отношений, а также особенности их формирования и протекания, выходящие за рамки предприятия.

С учетом изложенной цели исследования формулируем основные характеристики денежных потоков предприятия как объекта финансового управления, которые по нашему мнению комплексно отражают сущностные стороны этой категории (рис. 1.1).

1) **Денежный поток как объект финансового управления хозяйственной деятельностью предприятия.** Процесс движения денег отражает денежные отношения предприятия, которые входят в сферу его финансовой деятельности. Эта связь между денежными потоками предприятия и сферой его финансовой деятельности подчеркивается многими экономистами — по наиболее широко употребляемому определению *финансы предприятий представляют собой систему экономических отношений, связанных с формированием, распределением и использованием денежных средств в процессе осуществления ими хозяйственной деятельности.*

Денежный поток предприятия отражает его денежные отношения как внешнего, так и внутреннего характера.

К внешним следует относить денежные отношения предприятия с бюджетами всех уровней и внебюджетными фондами; с прямыми участниками и учреждениями инфраструктуры финансового рынка (коммерческими банками, фондовыми и валютными биржами, страховыми компаниями, инвестиционными фондами и компаниями и т.п.); с партнерами по операционной деятельности и учреждениями инфраструктуры товарного рынка (поставщиками сырья и материалов, продавцами основных средств и нематериальных активов, покупателями готовой продукции, товарными биржами и т.п.); с органами производственной инфраструктуры (предприятиями транспорта, учреждениями связи и т.п.); с другими хозяйствующими субъектами.

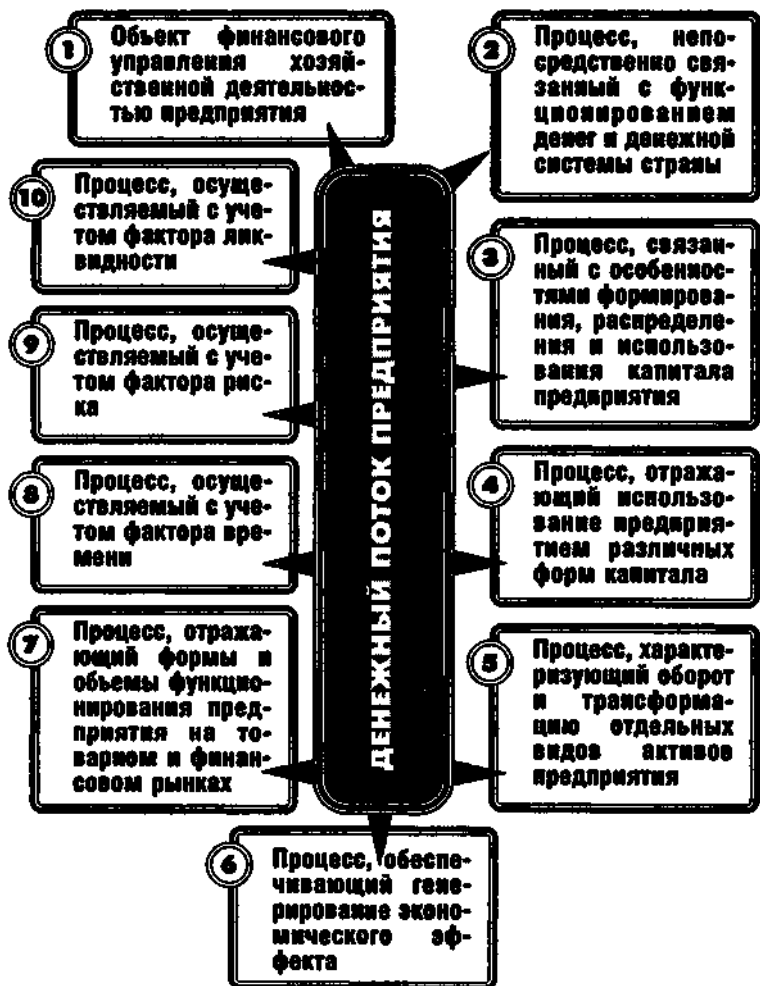


Рисунок 1.1. Основные сущностные характеристики денежного потока предприятия как объекта управления

К внутренним следует относить денежные отношения между головным и дочерними предприятиями; между различными структурными подразделениями ("центрами ответственности"); предприятия с его учредителями (акционерами), с персоналом и т.п.

Система основных форм денежных отношений предприятия приведена на рис. 1.2.

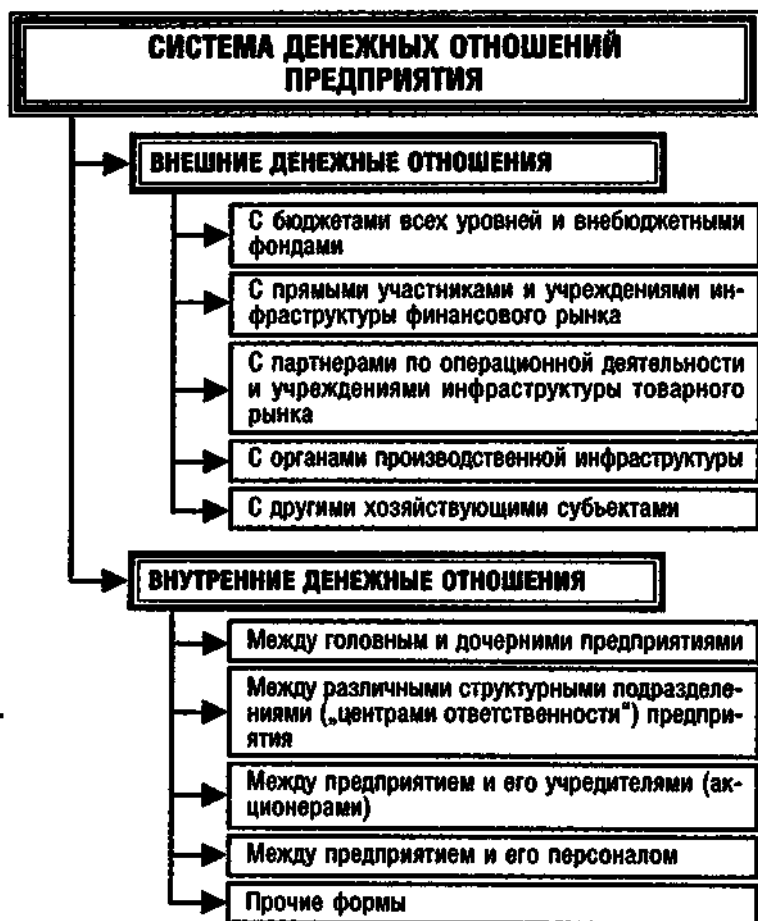


Рисунок 1.2. Характеристика основных форм внешних и внутренних денежных отношений предприятия в процессе осуществления им финансовой деятельности

Опосредуя денежные отношения, входящие в сферу финансов предприятия, денежный поток является объектом его финансового управления в процессе осуществления хозяйственной деятельности.

2. Денежный поток предприятия как процесс, непосредственно связанный с функционированием денег и денежной системы страны. Содержанием денежного потока предприятия является движение особого вида его активов — денег и их субститутов. Деньги представляют собой один из наиболее важных элементов любой экономической системы и в значительной степени отражают национальные особенности развития экономики отдельных стран. Эти особенности проявляются в конкретном виде избранной национальной денежной единицы, допущенным к обращению в данной стране видам иностранной валюты, эмиссионной (или монетарной) политике данного государства, соотношении наличного и безналичного денежного оборота в стране, широте и особенностях использования отдельных финансовых инструментов, опосредствующих денежные отношения предприятия, а также других параметров, определяющих характер денежной системы страны.

Иными словами, если поток материальных и нематериальных активов предприятия характеризует движение индивидуализированных их разновидностей, широта и функциональные особенности которых определяются спецификой его операционной деятельности, то денежный поток связан с движением денег и денежных субститутов, которые носят универсальный характер для всех предприятий.

Форма организации денежного обращения в конкретной стране, определяемая ее денежной системой, оказывает существенное влияние на характер денежных потоков отдельных субъектов хозяйствования. Если действующая в стране денежная система функционирует нормально, она позволяет существенно расширить и интенсифицировать денежные потоки предприятий на всех стадиях кругооборота их денежных активов, способствует эффективному использованию этих активов во всех видах хозяйственной деятельности. И наоборот, если денежная система страны несовершенна, это приводит к замедлению денежных потоков предприятий, несбалансированности отдельных их видов по объему и во времени, что отрицательно сказывается как на темпах их развития, так и на эффективности их хозяйственной деятельности.

3. Денежный поток предприятия как процесс, связанный с формированием, распределением и использованием его капитала. Основу денежного потока предприятия составляет движение денежных активов, принадлежащих ему на правах собственности, т.е. собственный капитал в денежной форме. В этом качестве собственный капитал в наиболее обобщенном виде характеризуется как ранее накопленный запас денег и их субституты на определенный момент времени. Иными словами, денежный поток на конкретную дату можно рассматривать как дискретную величину капитала предприятия в денежной форме, характеризуемую размером запаса его денежных активов (соответственно любое изменение этой дискретной величины в динамике отражает характер денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде времени).

Высокая степень связи денежного потока предприятия с формированием, распределением и использованием его капитала определяет необходимость учета в процессе управления этими потоками теоретических основ и механизмов функционирования капитала отдельных хозяйствующих субъектов, и в первую очередь таких аспектов, как оборот капитала, стоимость капитала, структура капитала и некоторых других.

4. Денежный поток предприятия как процесс, отражающий использование предприятием различных форм кредита. Движение денежных средств предприятия неразрывно связано с движением используемого им ссудного капитала, привлекаемого для осуществления хозяйственной деятельности в форме кредита. Эта связь обусловлена тем, что в современных условиях кредит является важнейшим источником удовлетворения спроса предприятий на денежные ресурсы. Каким бы высоким не был уровень самофинансирования операционной и инвестиционной деятельности предприятия, хозяйствующим субъектам для обеспечения ускоренного роста и повышения рентабельности собственного капитала необходимо привлекать кредитные денежные ресурсы. Кредит необходим предприятию для поддержания непрерывности кругооборота его фондов, обслуживания производственного процесса и процесса реализации произведенных товаров, приобретения различных капитальных товаров при осуществлении инвестиционной деятельности.

Предприятие выступает пользователем кредита в разнообразных его формах — банковской, лизинговой, облигационной и т.п. В какой бы форме не привлекался кредит, операции его получения, обслуживания и возврата формируют как положительный, так и отрицательный денежные потоки предприятия, увеличивая совокупный их объем. Иными словами, привлекаемый предприятием кредит оказывает активное воздействие на объем и структуру денежных потоков предприятия, их интенсивность (скорость обращения денежных активов), а также сбалансированность отдельных их видов.

Эффективное управление денежными потоками предприятия требует знания особенностей и форм ссудного капитала, механизма формирования ставки процента на кредитном рынке, а также специфики организации кредитной системы страны (совокупности кредитных отношений, институтов и инструментов).

5. Денежный поток предприятия как процесс, характеризующий оборот и трансформацию отдельных видов его активов. Используемые предприятием денежные активы находятся в постоянном движении, которое сопровождается постоянным изменением их видов и форм. Процесс такого постоянного движения и трансформации, характеризующийся в экономической теории термином “оборот активов”, осуществляется в виде определенных повторяющихся циклов. Под циклом оборота активов понимается период полного завершения кругооборота отдельных их функциональных групп и видов, в результате чего они возвращаются к исходной своей форме — денежным активам. Характер кругооборота активов, формирующих внутренние и внешние денежные потоки предприятия, проиллюстрирован на рис. 1.3.

Как видно из приведенного рисунка, характеру кругооборота денежных средств предприятия, авансированных в оборотные и внеоборотные активы, присуща определенная специфика, отражающаяся на формировании совокупного денежного потока.

Цикл оборота оборотных активов состоит из следующих основных стадий:

- *стадия превращения денежных активов предприятия в запасы сырья, материалов, полуфабрикатов.* Эта стадия ха-



Рисунок 1.3. Характер кругооборота денежных активов предприятия, формирующего его денежные потоки

рактизует процесс закупки этих исходных предметов труда, необходимых для начала осуществления производства продукции;

- *стадия превращения запасов сырья, материалов и полуфабрикатов в запасы готовой продукции.* Эта стадия характеризует непосредственное осуществление производственного процесса от его начала до окончания. На предприятиях с большим объемом незавершенной продукции в рамках осуществляемого производственного процесса их движение может быть выделено в отдельную самостоятельную стадию;
- *стадия превращения запасов готовой продукции в дебиторскую задолженность.* Эта стадия характеризует осуществ-

вление процесса реализации продукции с различными формами последующей оплаты за нее. Если реализация готовой продукции осуществляется за наличный расчет (по системе платежа — «деньги против документов») эта стадия кругооборота оборотных активов на предприятии отсутствует;

- *стадия превращения дебиторской задолженности в денежные активы.* Эта стадия характеризует процесс инкассации дебиторской задолженности предприятия.

Таким образом, оборотные активы в процессе полного цикла их кругооборота последовательно трансформируются в материальный, финансовый и денежный виды.

Цикл оборота внеоборотных операционных активов состоит из следующих основных стадий:

- *стадия превращения денежных активов в производственные основные средства и нематериальные активы.* Эта стадия характеризует процесс закупки соответствующих средств труда и других капитальных активов, обеспечивающих производственную деятельность предприятия;
- *стадия постепенного переноса стоимости амортизируемых производственных основных средств и нематериальных активов на производимую продукцию.* Эта стадия непосредственно связана с осуществляемым производственным процессом;
- *стадия превращения стоимости производственных основных средств и нематериальных активов, содержащейся в готовой продукции, в денежные активы.* Эта стадия характеризует процесс реализации готовой продукции предприятия. В составе цикла кругооборота внеоборотных операционных активов стадия нахождения их стоимости в форме дебиторской задолженности в самостоятельную не выделяется (в связи с относительно кратким ее периодом в общем цикле кругооборота этого вида активов).

Таким образом, внеоборотные активы в процессе полного цикла их кругооборота последовательно трансформируются из материальных и нематериальных активов в денежные активы (проходя при этом ряд промежуточных стадий).

Скорость трансформации денежных средств, авансированных во внеоборотные активы, в значительной

мере зависит от используемых предприятием методов начисления их амортизации.

6. Денежный поток предприятия как процесс, обеспечивающий генерирование экономического эффекта. Способность генерировать экономический эффект является одной из важнейших характеристик денежного потока предприятия. Где бы ни использовались денежные средства предприятия (его капитал в денежной форме) — в операционной или инвестиционной его деятельности, они всегда потенциально способны формировать положительный экономический эффект при условии рационального их применения.

Основной формой экономического эффекта, генерируемого денежными потоками предприятия, выступает “чистый денежный поток” (разница между совокупными объемами положительного и отрицательного денежного потока). Уровень чистого денежного потока характеризует способность капитала в денежной форме обеспечивать различную степень самовозрастания его стоимости.

В ходе поступательного экономического развития общества средний уровень чистого денежного потока всех субъектов хозяйствования имеет тенденцию к снижению. В основе этой тенденции лежит закон убывающей производительности капитала, обуславливающий постоянное уменьшение предельного капитала, а также постоянное возрастание конкуренции. Вместе с тем, несмотря на снижение среднего уровня чистого денежного потока предприятий, общая его сумма постоянно возрастает за счет роста объема использования денежных средств в хозяйственной деятельности. При этом рост общей суммы чистого денежного потока в отчетном периоде создает предпосылки для расширения экономической базы его формирования в последующем периоде. Эти тенденции графически проиллюстрированы на рис. 1.4.

Из приведенного графика можно увидеть, что расширение объема использования денежных средств, а соответственно и объема совокупного денежного потока предприятия, обуславливает различные тенденции формирования суммы и уровня чистого денежного потока (при росте общей его суммы уровень генерируемого эффекта снижается).

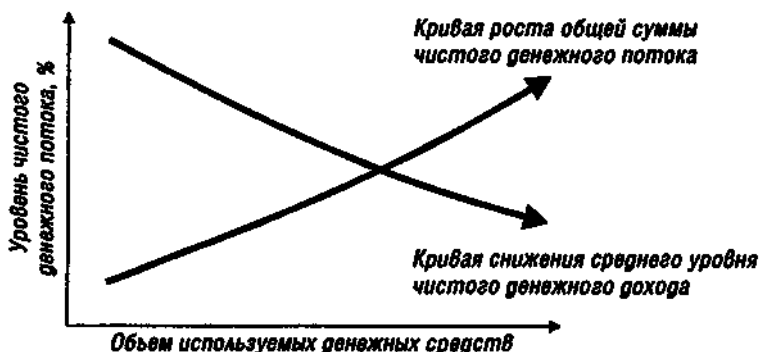


Рисунок 1.4. График тенденций формирования суммы и уровня чистого денежного потока предприятия с увеличением объема использования денежных средств

7. Денежный поток предприятия как процесс, отражающий формы и объемы функционирования предприятия на товарном и финансовом рынках. Формирование денежных потоков различных видов неразрывно связано с функционированием предприятия на конкретных рынках. Так, основной объем поступления денежных средств в процессе операционной деятельности предприятия связан с реализацией его продукции на товарном рынке. Основной объем расходования денежных средств на сырье, материалы, полуфабрикаты, капитальные товары, используемые в процессе операционной и инвестиционной деятельности предприятия, также происходит на товарном рынке. На финансовом рынке (в различных его сегментах) предприятие привлекает денежные средства путем эмиссии акций и облигаций, в форме банковского и других видов кредита, а расходует их на обслуживание и возврат основной суммы долга, приобретение финансовых инструментов инвестирования.

Объем перечисленных операций предприятия по привлечению и расходованию денежных средств формирует как совокупный объем, так и видовую структуру его денежных потоков. Соответственно интенсивность денежного потока предприятия, определяемая периодом кругооборота его денежных средств в хозяйственном процессе, определяется такими параметрами развития товарного и финансового рынков, как глубина их сег-

ментирования, состояние спроса и предложения, уровень конкуренции, широта обращающихся на рынке товаров и финансовых инструментов, степень развития рыночной инфраструктуры и другими. Иными словами, уровень развития рыночных отношений в стране и отдельных видов рынков является важным фактором формирования объемов, структуры и интенсивности денежных потоков отдельных субъектов хозяйствования.

8. Денежный поток предприятия как процесс, осуществляемый с учетом фактора времени. Темпы роста объема денежных потоков, а также их структура по видам деятельности предприятия складываются под существенным воздействием фактора времени. Функционирование денежного капитала во времени всегда представляет собой результат избранной его собственниками альтернативы — использовать его в целях текущего потребления определенного объема благ или вовлечь его в дальнейший экономический процесс для получения этих благ в большем количестве через определенный период времени.

Экономическая ценность сегодняшних и будущих благ с позиций владельцев денежного капитала неравнозначна. Экономическая теория утверждает, что сегодняшние блага всегда оцениваются индивидуумом выше благ будущих. Эта особенность экономического поведения индивидуумов в экономической теории отражается термином “временное предпочтение”, суть которого состоит в том, что при прочих равных условиях возможности будущего потребления с экономических позиций всегда менее ценны в сравнении с текущим потреблением. Для того, чтобы преодолеть указанный стереотип временного предпочтения и побудить собственника капитала отказаться от его использования на цели текущего потребления, необходимо обеспечить за такой отказ достаточно весомое для него вознаграждение.

Альтернативные формы временного предпочтения возникают на всех стадиях функционирования капитала в денежной форме. Соответственно на каждой из этих стадий перед собственниками капитала стоит диллема выбора, связанная с его использованием во времени.

На стадии накопления капитала в форме запаса денежных средств альтернатива временного предпочтения определяет необходимость выбора между текущим по-

треблением дохода и его сбережением. Если бы менталитет индивидуума ограничивался только заботами о сегодняшнем дне, он не накапливал бы денежные средства путем сбережения части своего дохода, а полностью тратил бы их только на приобретение текущих потребительских благ. Однако большинство людей понимают, что в перспективе возможности получения доходов по разным причинам могут существенно сократиться. В связи с этим они стремятся заранее обеспечить себя экономическими благами в будущем периоде. Без цели обеспечения своего будущего потребления, накопление капитала в денежной форме потеряло бы всякий смысл. Поэтому процесс накопления денежных средств можно рассматривать как результат временного предпочтения при следующей альтернативе: потреблять весь полученный доход сразу же или сберечь определенную его часть для обеспечения будущего потребления.

На стадии использования денежных средств как инвестиционного ресурса временное предпочтение связано с альтернативным выбором форм инвестирования, дифференцированных во времени. Между инвестированием денежных средств и получением инвестиционного дохода временной лаг может характеризоваться большим или меньшим интервалом. Соответственно перед собственниками капитала всегда стоит альтернатива временного предпочтения — избрать для инвестиционной деятельности кратко- или долгосрочные объекты (инструменты) инвестирования.

На стадии использования денежных средств в операционном процессе альтернатива временного предпочтения заключается в выборе возможностей реализации производственных целей во времени. Любой производственный процесс представляет собой преобразование капитальных товаров (в комплексе с другими факторами производства) в экономический продукт и требует определенного времени. Окольный путь формирования капитала как фактора производства определяет необходимость его предварительного преобразования из денежной формы в средства производства, материалы, полуфабрикаты и другие капитальные товары, используемые для выпуска конкретных потребительских благ. Усложнение процесса производства все больше растягивает во времени использование капитала для выпуска конеч-

ного продукта. Поэтому в данном случае временное предпочтение связано с альтернативным выбором сферы приложения денежного капитала в технологически сложных и простых производствах, а также в производствах с различными сезонными составляющими.

Таким образом, на какой бы стадии функционирования денежных средств не возникала альтернатива временного предпочтения, она всегда требует решения о соотношении формируемых им потребительских благ в текущем и будущем периодах, соответствующих экономическим интересам собственников предприятия.

Альтернатива выбора варианта использования денежных средств во времени связана с оценкой возможностей потребления, которые возникают в различные интервалы будущего периода. В процессе такой оценки учитывается относительная ценность, которую индивидуум придает возможностям своего потребления во времени. Этот выбор осуществляется в пределах "кривой использования капитала во времени", график которой (известный в экономической теории как "график Хиршлейфера") представлен на рис. 1.5.

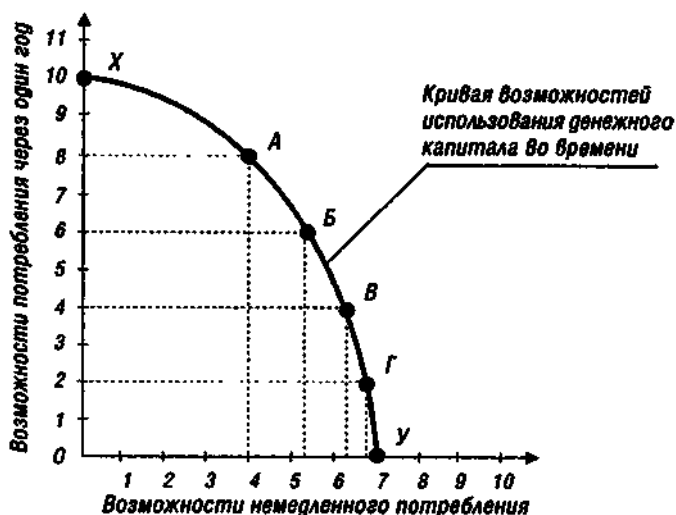


Рисунок 1.5. График, характеризующий кривую возможностей использования денежного капитала во времени

На приведенном графике кривая ХУ демонстрирует все сочетания возможного использования имеющихся денежных средств во времени на цели текущего и будущего (будущий период ограничен одним годом) потребления. Отрезок ОУ на горизонтальной оси характеризует альтернативные возможности доступного для данного объема денежных средств текущего потребления (от полного отказа от текущего потребления в точке О до полного использования на текущее потребление в точке У). Соответственно отрезок ОХ на вертикальной оси характеризует альтернативные для данного объема денежных средств потенциальные возможности будущего потребления. Конкретные возможности альтернативного соотношения объемов текущего и будущего потребления в пределах используемой суммы капитала в денежной форме демонстрируют точки А, Б, В и Г, расположенные на кривой ХУ. При выборе любой из этих альтернатив объем возможного потребления индивидуума через один год будет превышать тот объем потребления, от которого он отказывается в текущем году.

Количественным инструментом эффективности использования капитала во времени выступает "норма временного предпочтения". Она определяет соотношение оценок индивидуумом потребительских благ будущего и текущего периода. Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$\text{НВП} = \frac{\text{ПБ}_6}{\text{ПБ}_7} - 1,$$

где НВП — норма временного предпочтения, выраженная десятичной дробью;

ПБ_6 — суммарная оценка будущих потребительских благ, приобретаемых на единицу имеющегося объема денежных средств;

ПБ_7 — суммарная оценка текущих потребительских благ, приобретаемых на единицу имеющегося объема денежных средств.

В усредненном виде норма временного предпочтения принимается обычно на уровне средней нормы доходности капитала, выраженной годовой ставкой процента. С этих позиций годовая ставка процента может

рассматриваться в процессе использования денежных средств как "цена времени".

Норма временного предпочтения носит индивидуальный характер. Она формируется с учетом размера доходов индивидуума, сложившегося уровня его потребления, возрастных особенностей, насыщенности потребительского рынка товарами и услугами и ряда других факторов.

Между продолжительностью периода использования денежных средств в экономическом процессе и нормой временного предпочтения существует прямая связь. Чем продолжительней интервал времени отложенных возможностей использования денежных средств на цели текущего потребления, тем выше должен быть размер нормы временного предпочтения (размер соответствующего вознаграждения собственника капитала). Прирост нормы временного предпочтения с увеличением интервала использования денежных средств характеризует "предельную норму временного предпочтения".

С увеличением периода использования денежных средств в экономическом процессе предельная норма временного предпочтения имеет тенденцию к росту. Это связано с тем, что индивидуум при прочих равных условиях будет рассматривать дополнительные возможности будущего потребления как все менее и менее ценные по сравнению с потреблением текущим. Иными словами, каждый последующий вариант будущего потребления индивидуум предпочтет только в случае возрастания предельной нормы временного предпочтения. Эту тенденцию можно проследить по данным ранее рассмотренного графика кривой возможностей использования денежного капитала во времени (рис. 1.5). Чем выше по кривой поднимается индивидуум, тем от большего текущего потребления он должен отказаться для получения одного и того же прироста будущего потребления. Наклон кривой в любой точке будет характеризовать предельную норму доходности, которая, наоборот, с течением времени снижается.

Оптимальность использования денежных средств во времени характеризуется определенным критерием. В основе такого критерия лежит сопоставление предельной нормы временного предпочтения (индивидуализированной для данного собственника капитала) с предельной

доходностью капитала. С позиций этого соотношения критерием оптимальности использования денежного капитала в каждом определенном интервале времени выступает соотношение:

$$ПД_k \geq ПНВП,$$

где $ПД_k$ — предельный доход денежного капитала;

$ПНВП$ — предельная норма временного предпочтения.

Этот критерий гарантирует максимизацию благосостояния собственников предприятия, если целью использования денежных средств является оптимизация распределения потребления во времени.

9. Денежный поток предприятия как процесс, осуществляемый с учетом фактора риска. Риск является важнейшей характеристикой всех форм использования денежных средств в хозяйственной деятельности предприятия. Носителем этого фактора денежные средства выступают в неразрывной связи с их характеристикой как экономических ресурсов, генерирующих доход в процессе использования. Уровень риска использования денежных средств находится в прямой зависимости от уровня ожидаемого эффекта денежного потока (чистого денежного потока), в частности от уровня доходности отдельных хозяйственных операций, формируя единую шкалу "доходность — риск" при их осуществлении. Эта шкала отражает среднерыночные количественные параметры уровня риска использования капитала в денежной форме в различных и видах предпринимательской деятельности, соответствующие конкретным параметрам уровня ожидаемой его доходности. Формируя различные виды денежным потоков, связанные с использованием капитала в денежной форме для получения дохода в операционном или инвестиционном процессе, предприниматель всегда должен осознанно идти на риск, меру которого он определяет самостоятельно. Фактор риска является важным объективным атрибутом формирования денежных потоков предприятия и должен обязательно учитываться в процессе управления ими.

10. Денежный поток предприятия как процесс, осуществляемый с учетом фактора ликвидности. Обслуживая процесс кругооборота капитала в денежной форме, фор-

мируемый предприятием денежный поток должен обеспечивать не только своевременное поступление и расходование денежных средств, но и определенный уровень их запаса в целях поддержания постоянной платежеспособности. Такой запас создается на предприятии как в форме разнообразных видов денежных активов, так и в форме их субститутов (краткосрочных финансовых инструментов инвестирования). Соответственно уровнем ликвидности денежного потока выступает отношения среднего запаса денежных активов и их субститутов к объему расходования денежных средств в определенном периоде.

Управление ликвидностью денежного потока обеспечивается не только определением необходимого объема денежных средств для поддержания постоянной платежеспособности предприятия, но и формированием рациональной структуры всей совокупности его активов по этому критерию. Различные виды активов в зависимости от универсальности своего функционального предназначения, скорости оборота в операционном или инвестиционном процессе, уровня развития соответствующих видов и сегментов рынка и других условий обладают различной степенью ликвидности. Поэтому формируя структуру активов предприятия с позиций обеспечения ликвидности его денежного потока, необходимо обеспечить в их составе достаточный объем таких их видов, которые при необходимости могут быть быстро конверсированы в денежную форму по своей реальной стоимости.

Ликвидность денежных потоков является объективным фактором, обуславливающим формирование конкретных его форм и видов для поддержания необходимого уровня запаса денежных средств предприятия.

Проведенный обзор наиболее существенных характеристик денежного потока предприятия показывает, насколько многоаспектной с теоретических и прикладных позиций является эта экономическая категория. При этом все рассмотренные характеристики, отражающие особенности движения денежных средств предприятия в разных его аспектах, тесно взаимосвязаны и требуют комплексного отражения при определении экономической сущности денежного потока. С учетом рассмотренных основных характеристик экономическая сущность

денежных потоков предприятия в наиболее обобщенном виде может быть сформулирована следующим образом:

Денежный поток предприятия представляет собой совокупность распределенных по отдельным интервалам рассматриваемого периода времени поступлений и выплат денежных средств, генерируемых его хозяйственной деятельностью, движение которых связано с факторами времени, риска и ликвидности.

Ниже рассматриваются основные теоретические концепции, связанные с формированием денежных потоков предприятия и обеспечением их эффективности.

1.2 ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

1.2. Денежный поток, характеризующий движение денежных средств отдельных субъектов хозяйствования, неразрывно связан с функционированием денег и денежной системы страны в целом. Движение денег в рамках отдельных предприятий обусловлено конкретными функциями, которые они выполняют в системе товарно-денежных отношений. Поэтому важнейшей теоретической предпосылкой эффективного управления денежными потоками отдельных субъектов хозяйствования является уяснение функций денег в рыночной экономике и механизма комплексной реализации этих функций на макро- и микроэкономическом уровне.

Современная экономическая теория выделяет следующие четыре основные функции денег (рис. 1.6):

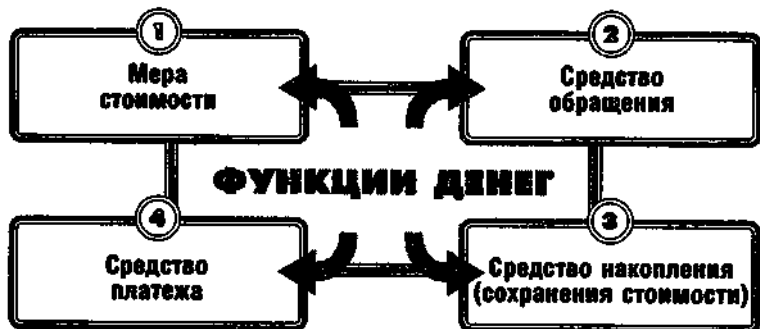


Рисунок 1.6. Основные функции денег в экономике

1. Деньги как мера стоимости [standart of value]. Содержание этой функции состоит в том, что деньги служат "единицей счета" [unit of account], используемой в экономике отдельных стран для измерения и сравнения стоимостей различных видов товаров и услуг. В этом своем качестве деньги выступают как всеобщий стоимостной эквивалент.

Функция денег как меры стоимости в экономической теории была сформулирована одной из первых. Еще Аристотель в своем трактате "Никомахова этика" отмечал: "Все, что участвует в обмене должно быть каким-то образом сопоставимо... Для осуществления обмена должна существовать какая-то единица (измерения), причем основанная на условности". Такой условной единицей измерения ("единицей счета") в результате длительной эволюции форм стоимости был принят один товар, определяемый как деньги. Роль этого товара была возложена первоначально на благородные металлы — золото и серебро в силу их особых естественных свойств (качественная однородность, количественная делимость, сохраняемость, портативность и др.). В дальнейшем развитии обмена эту роль начали выполнять бумажные деньги.

В каждой стране установлена собственная денежная единица, выступающая "единицей счета" или мерой стоимости для всех обращающихся на рынке товаров и услуг. Наличие такой денежной единицы позволяет экономическим контрагентам сравнивать относительные их стоимости в процессе совершения сделок.

Механизмом реализации функции денег как меры стоимости является устанавливаемый государством "масштаб цен". На первоначальном этапе денежного обращения масштаб цен количественно определял весовое количество золота (серебра), эквивалентное каждой денежной единице. Соответственно цена каждого товара (услуги) выражалась в определенном количестве золота (серебра), соответствующем установленному числу денежных единиц. После того как золото было выведено из обращения и заменено бумажными деньгами, каждая страна начала устанавливать золотое содержание своей денежной единицы (т.е. каждая денежная единица была приравнена к конкретному весовому количеству золо-

та). Как “единица счета” денежная единица отражает соответствующую покупательную способность денег.

Несмотря на то, что масштаб цен устанавливается каждым государством для своей денежной единицы, функция денег как меры стоимости проявляется не только на национальном, но и на мировом рынке. Механизм реализации этой функции на мировом рынке связан с переводом одной национальной валюты в другую, т.е. с переходом из одного масштаба цен в другой (при условии взаимной конвертируемости национальных валют).

Важность функции денег как меры стоимости (“единицы счета”) можно понять при рассмотрении особенностей экономики бартерного типа, в которой эта функция не выполняется. В такой экономике обмен товарами осуществляется путем выражения стоимости одних товаров в количестве товаров-контрагентов (соответственно выражается и цена обмениваемых товаров). Для осуществления обмена только 10 товаров на рынке необходимо было бы установить 45 разновидностей цен в товарном эквиваленте, а для взаимного обмена одной тысячи товаров количество таких разновидностей цен составило бы около 500 тысяч. Формула, позволяющая осуществить такой расчет, имеет следующий вид:

$$КЦ_6 = \frac{T \times (T-1)}{2},$$

где $КЦ_6$ — количество разновидностей цен в товарном эквиваленте при бартерном обмене рассматриваемого числа товаров;

T — число разновидностей товаров, участвующих в бартерном обмене.

Приведенные примеры показывают, что даже для предприятий, выпускающих относительно небольшое число товаров и использующих узкую номенклатуру сырья и материалов расчет цен в товарном эквиваленте при бартерном обмене требует довольно высоких затрат времени. Для предприятий же с широким профилем выпускаемой продукции и потребляемого сырья и материалов эти затраты возрастают в геометрической прогрессии. Из этого можно сделать вывод, что реализация функции денег как меры стоимости (“единицы счета”) позволяет отдельным хозяйствующим субъектам

существенно снизить *транзакционные издержки* (затраты, связанные с осуществлением сделок) за счет сокращения числа устанавливаемых цен в сравнении с числом цен в товарном эквиваленте при бартерном обмене.

На выполнение деньгами функции меры стоимости не оказывают влияния происходящие в стране инфляционные процессы. Под влиянием инфляции изменяется лишь масштаб цен, в которых оценивается относительная стоимость товаров и услуг, а также связанная с этим изменением *девальвация* (официальное уменьшение золотого содержания) или *ревальвация* (официальное увеличение золотого содержания) национальной денежной единицы.

2. Деньги как средство обращения [medium of exchange]. Содержание этой функции заключается в том, что деньги предназначены к использованию для оплаты за товары и услуги в процессе осуществления реальных сделок между экономическими контрагентами. В этой своей функции деньги выполняют роль постоянного посредника в движении товаров (услуг) от продавцов к покупателям. При этом одни и те же хозяйствующие субъекты в процессе реализации этой функции денег выступают попеременно то в роли покупателей (приобретая за деньги необходимые сырье, материалы, капитальные товары для производства продукции), то в роли продавцов (реализуя за деньги свою готовую продукцию).

Механизм использования денег как средства обращения заключен в известном алгоритме, характеризующем процесс товарного обращения в целом:

ТОВАР —→ ДЕНЬГИ —→ ТОВАР

Как видно из приведенного алгоритма, процесс товарного обращения включает две основные метаморфозы: первая — это реальная продажа товаров в обмен на деньги; вторая — это обмен денег на необходимые товары. В обоих случаях деньги выполняют роль функции средства обращения (в отличие от прямого товарного обмена при осуществлении бартерных сделок).

В процессе реализации этой функции деньги проявляют себя как товар особого рода. Эта особенность заключается в том, что если все товары после их покупки-про-

даже для целей потребления покидают сферу товарного обращения, то деньги не выходят из нее, продолжая обслуживать другие сделки экономических контрагентов. Однако для того, чтобы деньги не изымались из обращения (т.е. выполняли функцию средства обращения), они должны находиться в процессе постоянного движения, т.е. непрерывно участвовать в транзакционных операциях субъектов хозяйствования (изъятие денег из обращения и их использование для формирования запаса или иных целей их функцию как средства обращения автоматически прерывает).

Характеризуя функцию денег как средства обращения, следует отметить, что ее реализация осуществляется в непосредственной связи с их функцией как меры стоимости. Обе эти функции реализуются во взаимосвязи лишь в условиях перехода от прямого товарообмена к товарному обращению, торговле с использованием соответствующих денежных единиц. Без использования денег как меры стоимости невозможно их функционирование как средства обращения. Однако эти функции денег несут различную экономическую нагрузку в процессе осуществления товарного обращения. Если функция денег как меры стоимости позволяет лишь идеально (абстрактно) оценивать стоимость товаров с позиций продавца или покупателя (путем декларирования цен продажи или покупки) до начала их обращения, то как средство обращения деньги реально участвуют в процессе товарного обмена, опосредствуя его фактическое осуществление (т.е. выступают как материальный финансовый инструмент обмена).

Функцию денег как средства обращения в современной экономике выполняют в основном бумажные деньги (или их символы). Так называемые кредитные деньги (т.е. различные инструменты кредитного рынка) в качестве средства обращения не функционируют, так как их использование не обеспечивает непрерывность движения денег в системе $T \rightarrow D \rightarrow T$. Деньги в этой функции должны реально присутствовать на всех стадиях процесса товарного обращения. При этом все экономические контрагенты, осуществляющие сделки с использованием бумажных денег, должны рассматривать их как гарантированное средство обращения исходя из

единых критериев. Такие гарантийные обязательства обеспечивает государство, которое осуществляет эмиссию бумажных денег, определяет масштаб цен и принимает их в качестве платежей налогов, сборов и т.п.

Использование денег как средства обращения (в отличие от прямого товарообмена при осуществлении бартерных сделок) позволяет четко разделить осуществление актов покупки и актов продажи товаров. С одной стороны, это позволяет существенно углубить общественное разделение труда путем преодоления индивидуальных, временных и пространственных границ в использовании товаров, характерных для прямого их обмена. С другой стороны, это позволяет субъектам хозяйствования снижать трансакционные издержки, обеспечивая им свободу выбора места и времени совершения сделок, а также экономических контрагентов. Следовательно, с расширением номенклатуры обращающихся на рынке товаров и ростом объема товарооборота роль функции денег как средства обращения будет неуклонно возрастать.

Однако возрастание этой функции денег имеет и определенные объективные ограничители. Одним из таких экономических ограничителей выступает инфляция — высокие темпы инфляции приводят к расширению объема бартерных сделок между экономическими контрагентами (т.к. деньги в процессе их обращения в этих условиях обесцениваются и не обеспечивают равную покупательную способность при продаже и покупке товаров, разделенных во времени). Определенным экономическим ограничителем реализации этой функции денег выступают и различные формы рационализации потребления в процессе осуществления социальной политики государства (или отдельных его органов).

3. Деньги как средство накопления (сохранения стоимости) [store of value]. Содержание этой функции заключается в том, что деньги могут быть использованы для резервирования запаса будущей покупательной способности. Этот запас будущей покупательной способности может быть использован предприятиями при последующих циклах операционного или инвестиционного процесса. Накапливая (сохраняя) будущую покупательную способность, запас денег в этой функции обеспечивает их владельцам возможность потребления в будущем периоде.

Функцию “хранилища покупательной способности” деньги выполняют при различных ситуациях хозяйственной деятельности предприятия. Такими ситуациями могут являться отсутствие эффективных реальных инвестиционных проектов; необходимость предварительного формирования инвестиционных ресурсов для реализации предусмотренной инвестиционной программы; временная неблагоприятная конъюнктура рынка отдельных видов сырья и материалов; необходимость создания страховых резервов денежных средств и другие аналогичные случаи.

Функция денег как средства накопления (сохранения стоимости) временно прерывает осуществление ими функции средства обращения, так как в этом случае деньги временно выводятся из оборота.

На предприятиях функцию денег как средства накопления (сохранения стоимости) выполняют запасы (остатки) денежных активов и их эквивалентов (краткосрочных финансовых вложений). В этом своем качестве запасы денежных средств представляют собой часть капитала предприятия в денежной (финансовой) его форме.

Следует отметить, что функцию “средства накопления” могут выполнять не только деньги, но и другие виды активов. В качестве таких альтернативных видов активов могут выступать различные формы недвижимости, антикварнат, долгосрочные инструменты финансового инвестирования и другие. Выбор денежных активов для реализации функции накопления (сохранения стоимости) связан прежде всего с фактором ликвидности.

В отличие от других видов активов деньги характеризуются абсолютной ликвидностью, т.е. могут быть предъявлены как средство платежа в любое время. Все иные виды активов, которые могут быть использованы как альтернатива деньгам при реализации функции накопления (сохранения стоимости), как прямое платежное средство в большинстве случаев задействованы быть не могут и требуют их предварительной конверсии в денежные средства. С этих позиций деньги как средство накопления (сохранения стоимости) имеют целый ряд сравнительных преимуществ — они портативны в хранении; дают выигрыш во времени при предъявлении их как средства платежа (равный периоду конверсии других активов в денежную форму); не генерируют транзакционных издержек при конверсии в средства платежа.

Вместе с тем, необходимо обратить внимание и на то, что как инструмент, реализующий функцию накопления (сохранения стоимости), деньги имеют и ряд существенных недостатков в сравнении с другими активами, используемыми в этих целях. При определенных условиях хранение накоплений в денежной форме приносит предприятию убытки. В первую очередь, эти убытки измеряются размером "альтернативных издержек" (суммой расчетного дохода, который можно было бы получить при альтернативном использовании запаса денежных активов в инвестиционных операциях в течение предполагаемого периода их хранения). Финансовые потери, связанные с альтернативными издержками, возникают при хранении наличности непосредственно на предприятии ("денежные средства в кассе"), хранении денежных средств на расчетном или других счетах предприятия в коммерческих банках (если по ним не предусмотрена выплата депозитного процента) и в других аналогичных случаях, когда хранимые денежные авуары не приносят предприятию доход. Кроме того, убытки предприятия при хранении накоплений в денежной форме возникают вследствие снижения покупательной способности денег в периоды инфляции. Эти недостатки в определенной мере могут быть преодолены при преимущественном использовании предприятием для реализации функции накопления (сохранения стоимости) не прямых денежных средств, а их субститутов (в первую очередь, финансовых инструментов инвестирования).

В осуществлении хозяйственной деятельности предприятий функция денег как средства накопления (сохранения стоимости) играет большую роль. Прежде всего, эффективное осуществление этой функции обеспечивает постоянную платежеспособность предприятия и снижает риск его банкротства. Кроме того, без предварительного накопления капитала в денежной форме невозможно осуществлять инвестиционную деятельность, обеспечивать простое и расширенное воспроизводство внеоборотных активов. Наконец, реализация этой функции позволяет предприятию осуществлять самострахование коммерческих и финансовых рисков путем формирования необходимых целевых резервов для покрытия убытков при неблагоприятных обстоятельствах.

4. **Деньги как средство платежа** [standart of deferred payment]. Содержание этой функции состоит в том, что деньги используются экономическими субъектами при погашении всех видов задолженности по финансовым обязательствам.

В качестве средства платежа деньги в первую очередь способны обслуживать движение товаров при их продаже на условиях коммерческого (товарного) или потребительского кредита. В этой функции движение денег осуществляется по алгоритму, отличному от их движения при функционировании как средства платежа. Этот алгоритм участия денег как средства платежа в процессе движения товаров может быть представлен в следующем виде:

ТОВАР —> ЗАДОЛЖЕННОСТЬ —> ДЕНЬГИ

Из приведенного алгоритма видно, что из простого посредника обмена (при выполнении функции средства обращения) деньги, реализуя функцию средства платежа, превращаются в инструмент обслуживания кредитных отношений между экономическими контрагентами.

В процессе реализации функции средства платежа деньги обслуживают движение не только товаров и услуг, но и капитала. В этом своем качестве они используются при возврате и обслуживании долга по банковскому кредиту; выплате процентов и погашении облигаций; выплате дивидендов владельцам акций; погашении долга по финансовому лизингу и т.п.

Наконец, реализация функции денег как средства платежа связана с их использованием в процессе погашения разного рода финансовых обязательств предприятий в процессе осуществления текущей операционной его деятельности — выплаты заработной платы персоналу, уплаты налогов и сборов и т.п.

Функция денег как средства платежа осуществляется в тесной взаимосвязи с другими рассмотренными их функциями. Так, объем задолженности, требующий погашения, вначале должен быть определен в соответствующих денежных единицах, т.е. деньги предварительно должны быть использованы как мера стоимости. Затем для оплаты задолженности должен быть сформирован необходимый запас денежных средств, т.е. деньги должны выполнить функцию средства накопления. И на-

конец, при осуществлении расчетов за проданные в кредит товары (услуги) вновь получает старт функция денег как средства обращения (прерванная при формировании запаса денежных средств).

Участие денег в обслуживании движения товаров (услуг), капитала и осуществлении текущих операций по погашению задолженности, с одной стороны, а также их тесная связь со всеми остальными их функциями, с другой, определяет функцию денег как средства платежа как наиболее универсальную и значимую в процессе осуществления хозяйственной деятельности предприятий.

Функция денег как средства платежа возникла в результате развития кредитных отношений и первоначально сформировалась вне сферы товарного обращения. Это связано с тем, что реализация этой функции требовала предварительного использования денег не как средства обращения, а как средства накопления (сохранения стоимости). Соответственно, при реализации этой функции стало возможным использование не только бумажных, но и кредитных денег в разнообразных их формах (векселей, чеков, электронных денег, кредитных карточек и т.п.).

Развитие функции денег как средства платежа диктуется потребностями развитой рыночной экономики и повышения эффективности денежного оборота отдельных субъектов хозяйствования. Эффективная реализация этой функции обеспечивает сокращение наличного оборота денег (а соответственно и общей их массы в обращении), ускорение платежей между экономическими контрагентами, снижение трансакционных издержек, укрепление хозяйственных связей между партнерами, внедрение современных расчетных технологий и инструментов. Вместе с тем, разрыв расчетных операций во времени генерирует замедление платежного оборота между экономическими контрагентами, вызывает нехватку денежных активов предприятий в отдельные периоды (а соответственно формирует угрозу их банкротства в связи с недостаточной платежеспособностью), а также приводит к определенным финансовым потерям при инфляции, что должно учитываться отдельными хозяйствующими субъектами в процессе реализации этой функции денег.

Эффективное осуществление всех функций денег является важным условием оптимизации их оборота в рамках отдельных предприятий и в экономике страны в целом.

1.3. ОБОРОТ КАПИТАЛА

1.3. Формирование денежных потоков предприятия неразрывно связано с теоретической концепцией движения капитала. Суть этой концепции заключается в том, что функционирующий капитал в процессе своего использования находится в постоянном движении как в рамках деятельности отдельных субъектов хозяйствования, так и в экономической системе страны в целом. Это движение капитала в экономическом процессе сопровождается постоянным видоизменением его форм. Процесс такого постоянного движения характеризуется в экономической теории термином "оборот капитала" [capital turnover]. Под оборотом капитала понимается процесс непрерывного его движения в экономической системе, сопровождающийся последовательным превращением одной его формы в другую.

Исследованию оборота капитала в процессе его использования посвящены работы многих экономистов различных школ. Наибольший вклад в развитие теории этого вопроса внесли А. Смит, Д. Рикардо, К. Маркс, Бем-Баверк, Дж. Кейнс, Дж. Хикс, К. Виксель. Эти исследования позволили выявить основные характеристики экономической сущности категории "оборот капитала", которые получают определенное развитие на современном этапе.

Как экономическая категория, широко используемая в современной хозяйственной практике, оборот капитала характеризуется следующими основными особенностями:

- *Оборот капитала является важнейшим условием его функционирования в экономической системе, обеспечивающим постоянное генерирование дохода или самовозрастания его стоимости.* Если бы капитал не совершал в процессе своего использования постоянного оборота с видоизменением конкретных форм, он не мог бы приносить доход своему владельцу.

- *Оборот капитала как процесс постоянного его движения характеризуется определенными повторяющимися циклами.* Под циклом оборота капитала понимается процесс полного завершения кругооборота отдельных его форм, в результате чего авансированный капитал в процессе своего экономического использования возвращается в своей исходной форме. С учетом изложенного понятия оборот

капитала в процессе его использования можно рассматривать как совокупность постоянно повторяющихся актов его кругооборота (кругооборота его форм) или как постоянную смену отдельных циклов его оборота).

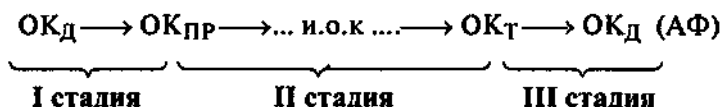
● *В составе каждого полного цикла оборота капитала (или завершеного цикла его кругооборота) выделяются отдельные его стадии. Стадия оборота (кругооборота) характеризует период нахождения капитала в одной из конкретных его форм до начала его трансформации в иную функциональную форму.* Особенности экономического использования различных видов капитала определяют специфику содержания циклов его оборота в разрезе отдельных стадий (форм функционирования в процессе отдельных актов кругооборота). Наиболее существенные различия в стадиях (формах) кругооборота присущи капиталу, используемому в производственном и инвестиционном процессе.

● *Капитал, используемый в производственном процессе (как фактор производства), на протяжении своего кругооборота функционирует в трех основных формах — денежной, производительной и товарной (рис. 1.7).*



Рисунок 1.7. Характер движения производственного капитала в процессе его кругооборота

• *Основной производственный капитал в процессе полного цикла кругооборота проходит три стадии:*



На первой стадии основной производственный капитал в денежной форме ($\text{ОК}_\text{Д}$) авансируется в средства труда, принимая соответственно форму производительного основного капитала ($\text{ОК}_\text{ПР}$).

На второй стадии основной капитал в производительной форме ($\text{ОК}_\text{ПР}$) постепенно переносит свою стоимость по частям в меру своего износа (и.о.к.) на производимую продукцию (товары, услуги), трансформируясь в определенную часть товарного капитала ($\text{ОК}_\text{Т}$). Этот процесс осуществляется в течение многих производственных циклов и продолжается до полного износа отдельных видов средств труда, в которые авансирован основной капитал.

На третьей стадии в процессе реализации продукции составляющая ее часть стоимости основного капитала в товарной форме ($\text{ОК}_\text{Т}$) преобразуется в основной капитал в денежной форме ($\text{ОК}_\text{Д}$), который носит название “амортизационный фонд” (АФ). По мере накопления средств амортизационного фонда основной капитал в денежной форме вновь готов к авансированию в средства труда, осуществляемого путем их ремонта или приобретения новых аналогов.

• *Оборотный производственный капитал в процессе полного цикла кругооборота проходит четыре основных стадии:*



На первой стадии оборотный производственный капитал в денежной форме ($\text{ОБК}_\text{Д}$) авансируется в предметы труда (сырье, материалы, полуфабрикаты и т.п.), принимая при этом форму производительного оборотного капитала ($\text{ОБК}_\text{ПР}$).

На второй стадии оборотный капитал в производительной форме ($O_B K_{\text{пр}}$) полностью переносит свою стоимость на производимую продукцию (товары, услуги), трансформируясь в преимущественную часть товарного капитала ($O_B K_T$). Этот процесс осуществляется в течение каждого производственного цикла.

На третьей стадии в процессе реализации продукции составляющая ее часть стоимости оборотного капитала в товарной форме ($O_B K_T$) до момента поступления средств от покупателей преобразуется в оборотный капитал в финансовой форме ($O_B K_{\text{ф}}$), который носит название "дебиторская задолженность за поставленную продукцию".

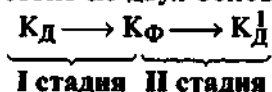
На четвертой стадии оборотный капитал в финансовой форме ($O_B K_{\text{ф}}$) путем инкассации дебиторской задолженности (ее погашения покупателями) вновь трансформируется в оборотный капитал в денежной форме, готовой к авансированию в предметы труда для осуществления следующего производственного цикла.

Таким образом, оборотный производственный капитал в процессе полного цикла своего кругооборота последовательно трансформируется в производительные, товарные, финансовые и денежные оборотные активы.

• *Капитал, используемый в инвестиционном процессе (как реализуемый инвестиционный ресурс) на протяжении своего кругооборота функционирует в различных формах, определяемых характером объектов его инвестирования.* По этому признаку разделяют вложение капитала в объекты реального инвестирования и в объекты финансового инвестирования.

• *Кругооборот капитала, вложенного в объекты реального инвестирования (реальные инвестиционные проекты), осуществляется в тех же формах (проходит те же стадии), что и производственный капитал.* Это связано с тем, что объекты реального инвестирования капитала связаны с осуществлением производственной деятельности отдельных субъектов хозяйствования.

• *Кругооборот капитала, вложенного в объекты финансового инвестирования (соответствующие финансовые инструменты), состоит из двух основных стадий:*



На первой стадии капитал, используемый в инвестиционном процессе в денежной форме (K_D), в процессе приобретения соответствующих финансовых активов (финансовых инструментов инвестирования) трансформируется в финансовую форму (K_F) и функционирует в виде портфеля финансовых инвестиций, сформированного с целью получения дохода.

На второй стадии по мере поступления инвестиционного дохода (в форме дивидендов, процентов и т.п.), а также реализации отдельных финансовых инструментов портфеля капитал, используемый в процессе финансового инвестирования, из финансовой формы (K_F) вновь трансформируется в денежную форму (K_D^I). Прирост капитала в процессе финансового инвестирования ($K_D \rightarrow K_D^I$) происходит за счет текущего поступлений доходов от отдельных финансовых активов, прироста курсовой стоимости отдельных финансовых инструментов, а также осуществления арбитражных (спекулятивных) операций на финансовом рынке.

● *Полный цикл одного оборота капитала характеризуется, с одной стороны, его продолжительностью во времени, а с другой, — изменением суммарного размера капитала в процессе каждого кругооборота.* Эти характеристики присущи капиталу, используемому как в производственном, так и в инвестиционном процессе. Обе эти характеристики с различных сторон отражают эффективность оборота капитала конкретного субъекта хозяйствования.

● *Продолжительность одного оборота капитала характеризует период времени, в течение которого осуществляется полный цикл его кругооборота.* Она определяется путем деления средней суммы капитала используемого предприятием, на среднегодовой (среднемесячный, среднедневной) объем реализации его продукции. Для расчета средней суммы задействованного капитала используют, как правило, среднюю хронологическую ее величину. По указанному принципиальному алгоритму может быть вычислена продолжительность одного оборота не только капитала в целом, но и каждой его формы, определяемой соответствующей стадией процесса кругооборота.

На продолжительность оборота капитала оказывают влияние следующие основные факторы:

- соотношение используемого основного и оборотного капитала;
- соотношение активной (машин и оборудования) и пассивной (зданий и сооружений) частей производственных основных средств;
- структура оборотного капитала;
- используемые методы и нормы амортизации основных средств и нематериальных активов;
- средняя продолжительность производственного (операционного) цикла;
- соотношение объемов реального и финансового инвестирования;
- стадия конъюнктуры товарного рынка, определяющая интенсивность реализации продукции.

• Изменение суммарной стоимости капитала в течение одного полного оборота характеризуется термином "стоимостной цикл капитала" ["value cycle of capital"]. Движение стоимостного цикла капитала конкретного субъекта хозяйствования осуществляется по спирали (рис. 1.8).

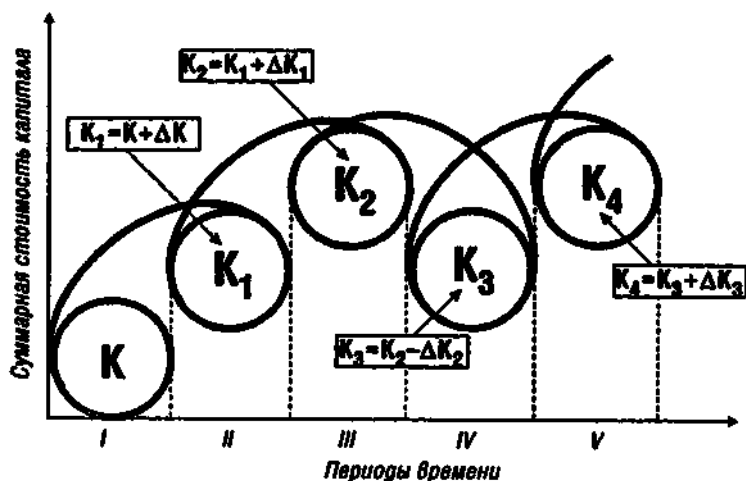


Рисунок 1.8. Характер движения стоимостного цикла капитала конкретного субъекта хозяйствования по спирали

Как видно из приведенного рисунка капитал в процессе каждого своего кругооборота (стоимостного цикла) может наращивать свою суммарную стоимость в отдельные периоды (на рисунке — периоды II, III и V) в результате рентабельного его использования или частично терять ее (на рисунке — период IV) в результате убыточной хозяйственной деятельности. Иными словами, стоимостной цикл капитала в процессе его оборота может развиваться с восходящей или нисходящей тенденцией. Движение стоимостного цикла капитала служит важным индикатором темпов развития конкретного субъекта хозяйствования, динамики его рыночной стоимости и конкурентной позиции.

На динамику стоимостного цикла капитала в процессе его оборота оказывают влияние следующие основные факторы:

- стадия экономического цикла развития страны;
- уровень средней нормы прибыли на капитал;
- уровень налогообложения субъектов хозяйствования;
- уровень конкуренции на рынке продукции, выпускаемой субъектом хозяйствования;
- стадия жизненного цикла предприятия;
- эффективность использования производственных (операционных) активов, сформированных за счет авансированного в них капитала;
- эффективность инвестиционной деятельности субъекта хозяйствования;
- уровень риска в деятельности субъекта хозяйствования;
- финансовая гибкость субъекта хозяйствования, характеризующая его способность привлекать необходимые финансовые ресурсы из внешних источников.

Показатели, характеризующие оборот капитала, имеют обширную область использования в практике экономической деятельности отдельных субъектов хозяйствования. Эти показатели служат ориентиром в процессе:

- установления капиталоемкости нового бизнеса при обосновании инвестиционного проекта;
- определения рыночной стоимости предприятия и обоснования управленческих решений по ее повышению;
- разработки амортизационной политики конкретного субъекта хозяйствования;

- проведения соответствующей дивидендной политики (политики распределения полученной прибыли);
- принятия управленческих решений в части эмиссии акций или облигаций;
- нормирования оборотных активов и обоснования политики их финансирования.

Важная роль показателей оборота капитала в организации денежных потоков и обеспечении эффективности хозяйственной деятельности определяет необходимость их включения в систему основных целевых нормативов стратегического развития предприятия.

1.4 СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА

1.1. В системе теоретических основ формирования денежных потоков, определяющих их объем, структуру и интенсивность, важную роль играет понятие стоимости капитала. В современной отечественной литературе это понятие характеризуется иногда иными терминами — “затраты на капитал”, “издержки капитала”, “издержки финансирования капитала” и некоторыми другими. Однако наиболее широкое распространение в специальной отечественной литературе получил термин “стоимость капитала” [cost of capital], который и будет использован в процессе дальнейшего изложения связанной с ним концепции. Эта концепция является одной из базовых теорий всей системы финансового менеджмента и организации денежных потоков предприятия.

Сущность концепции стоимости капитала состоит в том, что как фактор производства и инвестиционный ресурс капитал в любой своей форме имеет определенную стоимость, уровень которой должен учитываться в процессе его вовлечения в экономический процесс.

Характеризуя экономическое содержание этой концепции, непосредственно связанной с механизмом формирования денежных потоков предприятия, следует выделить такие основные ее аспекты:

1. Важнейшей характеристикой стоимости капитала выступает ее уровень. Этот показатель имеет различный экономический смысл для отдельных субъектов хозяйствования:

- для инвесторов и кредиторов уровень стоимости капитала характеризует требуемую ими норму доходности на предоставляемый в пользование капитал;
- для субъектов хозяйствования, формирующих капитал с целью производственного или инвестиционного его использования, уровень его стоимости характеризует удельные затраты по привлечению и обслуживанию используемых финансовых средств, т. е. цену, которую они платят за использование капитала.

2. Уровень стоимости капитала существенно различается по отдельным его элементам (компонентам). Под элементом (компонентом) капитала в процессе оценки его стоимости понимается каждая его разновидность по отдельным источникам формирования (привлечения). В качестве таких элементов выступает капитал, привлекаемый путем реинвестирования полученной предприятием прибыли ("нераспределенная прибыль"); эмиссии привилегированных акций; эмиссии простых акций; получения банковского кредита; эмиссии облигаций; финансового лизинга и т. п.

Для сопоставимой оценки стоимость каждого элемента капитала выражается обычно годовой ставкой процента.

Уровень стоимости каждого элемента капитала не является постоянной величиной и существенно колеблется во времени под влиянием различных факторов.

3. В процессе формирования капитала оценка уровня его стоимости осуществляется не только в разрезе отдельных его элементов, но и по предприятию в целом. Показателем такой оценки выступает *"средневзвешенная стоимость капитала"* [weighted average cost of capital — WACC]. Она определяется как среднеарифметическая взвешенная величина стоимости отдельных элементов капитала. В качестве "весов" каждого из элементов выступает его удельный вес в общей сумме сформированного (используемого) или намечаемого к формированию капитала.

Исходя из механизма оценки средневзвешенной стоимости капитала предприятия можно сделать вывод, что этот показатель интегрирует в себе информацию о конкретном составе элементов сформированного (формируемого) капитала, их значимости в общей его сумме, а также о стоимости каждого индивидуального его элемента.

В процессе экономической деятельности отдельных субъектов хозяйствования средневзвешенная стоимость капитала может быть определена в следующих вариантах:

- *фактическая средневзвешенная стоимость капитала* (рассчитанная по фактически сложившейся структуре элементов капитала и фактическому уровню стоимости каждого из них);
- *прогнозируемая средневзвешенная стоимость капитала* (рассчитанная по планируемой динамике структуры элементов капитала и прогнозируемому уровню стоимости каждого из них).
- *оптимальная средневзвешенная стоимость капитала* (по оптимизированной целевой структуре элементов капитала и прогнозируемому уровню стоимости каждого из них).

4. Оценка и прогнозирование средневзвешенной стоимости капитала на конкретном предприятии должны осуществляться с учетом многих факторов. Основными из таких факторов являются:

- структура элементов капитала по источникам его формирования;
- продолжительность использования привлекаемого капитала;
- уровень риска хозяйственной деятельности предприятия, характеризуемый состоянием его финансовой устойчивости, платежеспособности, деловой активности и рентабельности;
- средняя ставка ссудного процента и ее динамика, определяемая колебаниями конъюнктуры рынка денег и рынка капитала;
- уровень ставки налогообложения прибыли, установленный для данного вида деятельности, и система налоговых льгот;
- дивидендная политика предприятия, определяющая стоимость собственного капитала;
- доступность различных источников финансирования, определяющая финансовую гибкость предприятия;
- отраслевые особенности деятельности предприятия, определяющие длительность его операционного цикла и уровень ликвидности активов;
- соотношение объемов капитала, используемого в операционной и инвестиционной деятельности предприятия;
- стадия жизненного цикла предприятия.

Под влиянием перечисленных факторов средневзвешенная стоимость капитала постоянно изменяется в процессе экономического развития предприятия.

5. Обеспечение эффективного формирования капитала предприятия в процессе его развития требует постоянной оценки его предельной стоимости. Под предельной стоимостью капитала [marginal cost of capital] понимается уровень стоимости каждой новой его единицы, дополнительно привлекаемой предприятием.

Концепция формирования предельной стоимости капитала базируется на том, что экономическое поведение субъекта хозяйствования предполагает использование на первоначальной стадии формирования капитала его элементов с наиболее низкой стоимостью; в процессе своего развития по мере исчерпания источников привлечения капитала с таким уровнем стоимости предприятие вынуждено прибегать к привлечению элементов капитала с более высоким уровнем стоимости. Следовательно, по мере развития предприятия и привлечения им все большего объема нового капитала показатель предельной его стоимости постоянно возрастает.

По каждому отдельному элементу капитала возрастание предельной стоимости капитала носит скачкообразный характер. Это означает, что до определенного размера привлечения нового капитала по данному элементу уровень его стоимости остается прежним, а затем новая единица капитала привлекается по более высокой стоимости (этот новый уровень стоимости элемента капитала также сохраняется до определенных пределов его привлечения, после чего наступает очередной его скачок).

Графически механизм формирования предельной стоимости капитала представлен на рисунке 1.9.

Приведенный график иллюстрирует скачкообразный характер изменения предельной стоимости капитала по отдельному его элементу по мере возрастания объема дополнительного его привлечения.

Точка, в которой происходит каждый новый скачок уровня стоимости дополнительно привлекаемого капитала, называется *“точкой разрыва”* [break point — BP]. На представленном графике такими *“точками разрыва”* являются точки А, Б, В, Г и Д.

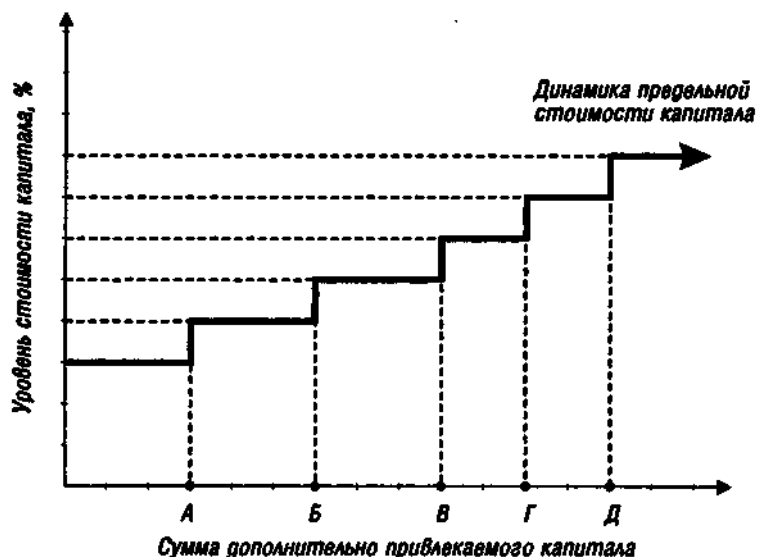
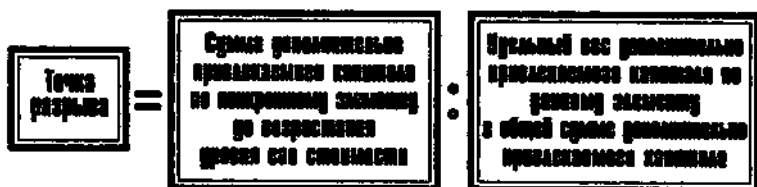


Рисунок 1.9. График динамики предельной стоимости капитала предприятия по отдельному его элементу.

Увеличение уровня стоимости привлечения каждой дополнительной единицы отдельного элемента капитала в “точке разрыва” приводит одновременно к росту средневзвешенной стоимости дополнительно привлекаемого капитала предприятия. Следовательно “точка разрыва” характеризует не только новый скачок уровня стоимости отдельного элемента капитала, но и границу перехода к новой средневзвешенной стоимости дополнительно привлекаемого капитала.

С помощью “точки разрыва” можно определить, какая сумма дополнительного капитала может быть привлечена предприятием, прежде чем возрастет предельная средневзвешенная стоимость капитала. Алгоритм этого расчета имеет следующий вид:



Если предельная средневзвешенная стоимость возрастает за счет привлечения предприятием дополнительного капитала лишь по одному элементу, то динамика такого возрастания графически будет носить скачкообразный характер, проиллюстрированный на рис. 1.9. (координата такого графика вместо уровня стоимости отдельного элемента капитала будет отражать уровень средневзвешенной стоимости капитала, а кривая динамики — предельную средневзвешенную стоимость капитала).

Вместе с тем, на предприятиях наращивающих свой экономический потенциал высокими темпами, привлечение дополнительного капитала может осуществляться по многим его элементам и в достаточно больших объемах. Такие условия формирования дополнительного капитала будут характеризоваться многочисленными «точками разрыва», в результате чего динамика предельной средневзвешенной стоимости капитала будет графически представлена не скачкообразной, а сглаженной непрерывной линией (рис. 1.10).

Точка А на представленном графике характеризует ту границу привлечения предприятием дополнительного капитала, преодоление которой вызывает рост предельной средневзвешенной стоимости капитала.

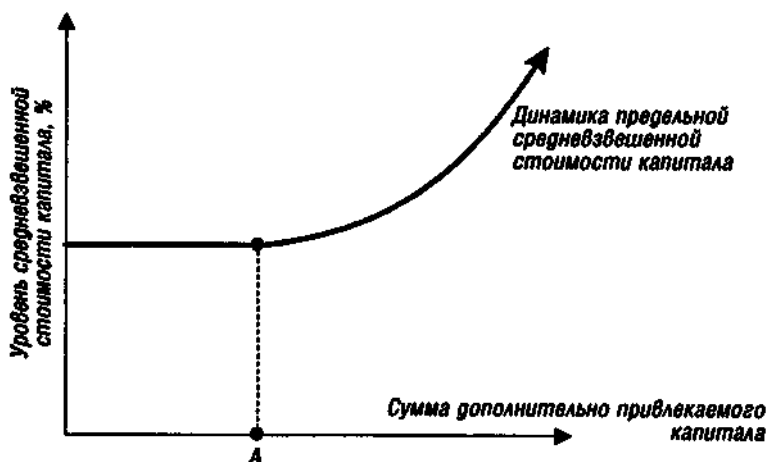


Рисунок 1.10. График формирования предельной средневзвешенной стоимости капитала предприятия при множественности «точек разрыва».

Динамика предельной средневзвешенной стоимости капитала отражает рост объема его дополнительного привлечения только из внешних собственных и заемных источников.

6. Показатели средневзвешенной и предельной стоимости капитала характеризуются многоаспектным применением во всех сферах финансовой деятельности предприятия, связанных с организацией денежных потоков. Рассмотрим основные сферы применения этих показателей (рис. 1.11).



Рисунок 1.11. Основные сферы использования показателей стоимости капитала в организации денежных потоков предприятия.

● *Показатели стоимости отдельных элементов и средневзвешенной стоимости капитала используются в процессе выбора оптимальных схем финансирования нового бизнеса.* Оценка этих показателей составляет основу формирования управленческих решений, связанных с привлечением капитала из альтернативных источников. На основе этих показателей формируется и оптимизируется структура капитала по источникам его привлечения.

● *Уровень средневзвешенной стоимости капитала является важнейшим измерителем уровня рыночной стоимости предприятия.* Снижение средневзвешенной стоимости капитала приводит к соответствующему возрастанию рыночной стоимости предприятия и наоборот. Особенно оперативно эта зависимость проявляется в оценке деятельности акционерных компаний открытого типа, цена на акции которых поднимается или падает при соответственном снижении или росте уровня средневзвешенной стоимости капитала. Следовательно эффективное управление средневзвешенной стоимостью капитала является одним из самостоятельных направлений повышения рыночной стоимости предприятия.

● *Средневзвешенная стоимость капитала служит мерой оценки достаточности формирования прибыли предприятия от операционной деятельности.* Так как средневзвешенная стоимость капитала характеризует ту часть прибыли, которая должна быть уплачена собственникам (инвесторам) или кредиторам предприятия за использование сформированного или привлечение нового капитала для обеспечения выпуска и реализации продукции, этот показатель выступает минимальной нормой формирования операционной прибыли предприятия, нижней границей при планировании ее размеров. Чем выше положительная разница между уровнем рентабельности операционной деятельности и уровнем средневзвешенной стоимости капитала, тем большим внутренним финансовым потенциалом обеспечения своего развития располагает предприятие.

● *Предельная средневзвешенная стоимость капитала выступает критериальным показателем принятия управленческих решений в сфере реального инвестирования предприятия.* Если внутренняя ставка доходности по рас-

смаатриваемому инвестиционному проекту ниже уровня предельной средневзвешенной стоимости капитала, такой проект должен быть отвергнут, так как он не будет генерировать рост капитала в результате своей реализации. В этом своем качестве предельная средневзвешенная стоимость капитала выступает "ставкой отказа" от принятия к реализации неэффективных реальных инвестиционных проектов.

● *Показатель средневзвешенной стоимости капитала служит критерием принятия управленческих решений при использовании денежных средств предприятия в сфере финансового инвестирования.* Так как эффективность финансового инвестирования должна обеспечивать генерирование дополнительных денежных потоков, то при оценке доходности отдельных финансовых инструментов исходной базой сравнения выступает уровень средневзвешенной стоимости капитала. Этот показатель позволяет оценить не только приемлемость уровня доходности отдельных финансовых инструментов инвестирования, но и сформировать наиболее эффективные направления и виды этого инвестирования на предварительной стадии формирования инвестиционного портфеля. И естественно, этот показатель служит мерой оценки приемлемости уровня доходности сформированного портфеля финансовых инвестиций предприятия в целом.

● *Уровень предельной средневзвешенной стоимости капитала является критериальным показателем оценки эффективности формирования соответствующего типа политики финансирования предприятием своих оборотных активов (рабочего капитала).* Исходя из этого показателя, прогнозируемого на ближайшую перспективу, предприятие формирует агрессивный, умеренный (компромиссный) или консервативный тип политики финансирования этих активов, привлекая в этих целях больший или меньший объем денежных средств.

● *Показатель средневзвешенной стоимости капитала предприятия выступает критерием принятия управленческих решений относительно использования аренды (лизинга) производственных основных средств.* Если стоимость обслуживания финансового лизинга превышает уровень средневзвешенной стоимости капитала предприятия, ис-

пользование этого направления формирования производственных основных средств для предприятия невыгодно, так как оно приведет к снижению его рыночной стоимости.

● *Прогнозируемый уровень средневзвешенной стоимости капитала является одним из элементов обоснования эффективности управленческих решений по вопросу слияния предприятий.* Эта эффективность обеспечивается при условии, что уровень средневзвешенной стоимости капитала создаваемого предприятия будет ниже, чем средневзвешенной стоимости капитала объединяемых предприятий. Такое снижение средневзвешенной стоимости создаваемого предприятия обеспечивается совершенствованием структуры элементов капитала нового предприятия, использованием эффекта “налогового щита” и т.п.

● *Уровень средневзвешенной стоимости капитала позволяет оценить степень риска в хозяйственной деятельности предприятия.* В условиях высокого уровня этого риска как инвесторы, так и кредиторы требуют обеспечения повышенной нормы доходности на предоставляемый капитал, в результате чего возрастает средневзвешенный его уровень. И наоборот — низкий уровень риска хозяйственной деятельности предприятия позволяет ему привлекать денежный капитал из внешних источников с более низкой стоимостью, что формирует и более низкий уровень средневзвешенной стоимости капитала.

● *Достигнутый или прогнозируемый уровень средневзвешенной стоимости капитала предприятия используется им как норма процентной ставки в процессе наращивания или дисконтирования стоимости денежных потоков.* В этом своем качестве средневзвешенная стоимость капитала индивидуализирует среднерыночную норму ссудного процента с учетом структуры элементов капитала, меры риска его использования, типа дивидендной политики предприятия и других факторов, определяющих специфику его хозяйственной деятельности.

Проведенный обзор показывает, что показатели оценки стоимости капитала являются важным инструментом обоснования управленческих решений, направленных на повышение эффективности денежных потоков предприятия в целом, в т.ч. в разрезе отдельных видов его хозяйственной деятельности.

1.5 СТРУКТУРА КАПИТАЛА

1.5. Состав денежных потоков предприятия по различным видам его хозяйственной деятельности в значительной степени определяется структурой его капитала. Концепция структуры капитала является одной из базовых и наиболее дискутируемых в арсенале теоретических основ управления денежными потоками. Это связано с тем, что теоретическая концепция структуры капитала формирует основу выбора ряда стратегических направлений финансового развития предприятия, обеспечивающих возрастание его рыночной стоимости, т.е. имеет достаточно широкую область практического использования.

Рассмотрение концепции структуры капитала определяет необходимость концентрации основных теоретических ее положений на следующих моментах:

1. Понятие “структура капитала” [capital structure] носит неоднозначный дискуссионный характер и поэтому требует четкого детерминирования. В наиболее общем виде это понятие характеризуется всеми зарубежными и отечественными экономистами как соотношение собственного и заемного капитала предприятия. Вместе с тем, при рассмотрении как собственного, так и заемного капитала предприятия, отдельными экономистами в них вкладывается различное конкретное содержание (рис. 1.10).



Рисунок 1.10. Обзор основных вариантов соотношения различных видов капитала предприятия при определении его структуры

Изначально понятие “структура капитала” рассматривалось исключительно как соотношение используемого предприятием собственного уставного (акционерного) и долгосрочного заемного капитала. Исходя из такой трактовки содержания этого понятия практически все классические теории структуры капитала построены на исследовании соотношения в его составе удельного веса эмитируемых акций (представляющих собственный капитал) и облигаций (представляющих заемный капитал). Такой подход к характеристике понятия структуры капитала, основанный на выделении только долгосрочных (перманентных) его видов, присущ и многим современным экономистам.

По мере расширения базы практического использования концепции структуры капитала ряд экономистов предложили расширить состав рассматриваемого заемного капитала, дополнив его различными видами краткосрочного банковского кредита. Необходимость такого расширения понятия “структуры капитала” они обосновали возрастанием роли банковского кредита в финансировании хозяйственной деятельности предприятий и широкой практикой реструктуризации краткосрочных его видов в долгосрочные.

На современном этапе существенная часть экономистов склоняется к мнению, что понятие “структура капитала” должно рассматривать все виды как собственного, так и заемного капитала предприятия. При этом в составе собственного капитала должен рассматриваться не только первоначально инвестированный его объем (акционерный, паевой или индивидуальный капитал, формирующий уставной фонд предприятия), но и накопленная в дальнейшем его часть в форме различных резервов и фондов, а также предполагаемая к реинвестированию вновь сформированная прибыль (“нераспределенная прибыль”). Соответственно и заемный капитал должен рассматриваться во всех формах его использования предприятием, включая финансовый лизинг, товарный (коммерческий) кредит всех видов, внутреннюю кредиторскую задолженность (“счета начисления”) и других.

Такая трактовка понятия “структуры капитала” позволяет существенно расширить сферу практического использования этой теоретической концепции в финансовой деятельности предприятия по следующим причинам:

- она позволяет исследовать особенности и разрабатывать соответствующие рекомендации не только для крупных компаний, но и для средних и малых предприятий, доступ которых на рынок долгосрочного капитала крайне ограничен (большинство таких предприятий в условиях переходной экономики не использует формы долгосрочного заимствования капитала);
- при такой трактовке теоретический базис концепции структуры капитала полностью синхронизируется с концепцией стоимости капитала, что позволяет комплексно использовать их инструментарий в целях повышения рыночной стоимости предприятия;
- рассматриваемая трактовка понятия структуры капитала дает возможность теснее увязать при исследовании эффективность его использования с эффективностью использования активов, в которые он инвестирован. В этом случае может быть элиминирована роль структуры капитала в обеспечении роста эффективности использования совокупных активов предприятия.

С учетом рассмотренных положений понятие структуры капитала предлагается сформулировать следующим образом: “Структура капитала представляет собой соотношение всех форм собственных и заемных финансовых средств, используемых предприятием в процессе своей хозяйственной деятельности для финансирования активов”.

2. Структура капитала играет важную роль в формировании рыночной стоимости предприятия. Эта связь опосредствуется показателем средневзвешенной стоимости капитала. Поэтому концепция структуры капитала исследуется в одном теоретическом комплексе с концепцией стоимости капитала и концепцией рыночной стоимости предприятия. Характер этой взаимосвязи представлен на рисунке 1.12.



Рисунок 1.12. Система взаимосвязи показателей структуры капитала, средневзвешенной стоимости капитала и рыночной стоимости предприятия

Экономический механизм рассмотренной взаимосвязи позволяет использовать в процессе управления комплексом этих показателей единую взаимосвязанную систему критериев и методов. Используя такую методологическую систему можно оптимизируя значение структуры капитала одновременно минимизировать средневзвешенную его стоимость и максимизировать рыночную стоимость предприятия.

3. В генезисе теорий структуры капитала, которые начали формироваться с середины XX века, выделяются четыре основных этапа. Эти этапы связаны с формированием следующих обобщающих теоретических концепций:

- традиционалистской концепцией структуры капитала;
- концепцией индифферентности структуры капитала;
- компромиссной концепцией структуры капитала;
- концепцией противоречия интересов формирования структуры капитала.

В основе этих концепций лежат противоречивые подходы к возможности оптимизации структуры капитала предприятия и выделение приоритетных факторов, определяющих механизм такой оптимизации.

4. Основу традиционалистской концепции структуры капитала составляет положение о возможной оптимизации структуры капитала путем учета разной стоимости отдельных его составных частей. Исходной теоретической посылкой этой концепции является утверждение, что стоимость собственного капитала предприятия всегда выше стоимости заемного капитала.

Более низкая стоимость заемного капитала в сравнении с собственным объясняется сторонниками традиционалистской концепции различиями в уровне риска их использования. Так, уровень доходности заемного капитала во всех его формах носит детерминированный характер в связи с тем, что ставка процента по нему определена сторонами заранее в фиксированном размере, в то время как уровень доходности собственного капитала формируется в условиях неопределенности (он зависит от варьирующих по уровню финансовых результатов предстоящей хозяйственной деятельности предприятия). Кроме того, использование заемного капитала носит, как правило, финансово обеспеченный характер — в качестве такого обеспечения выступают обычно гаран-

тии третьих лиц, залог или заклад имущества. И наконец, в случае банкротства предприятия законодательством большинства стран предусмотрено преимущественное право удовлетворения претензий кредиторов в сравнении с правом удовлетворения претензий собственников (акционеров, пайщиков и т.п.).

Исходя из предпосылки о более низком уровне стоимости заемного капитала в сравнении с собственным при любом сочетании их использования, содержание традиционалистской концепции механизма оптимизации структуры капитала предприятие сводится к следующему: *рост удельного веса использования заемного капитала во всех случаях приводит к снижению показателя средневзвешенной стоимости капитала предприятия, а соответственно и к росту рыночной стоимости предприятия.*

Графически содержание этой концепции может быть проиллюстрировано следующим образом (рис. 1.13):

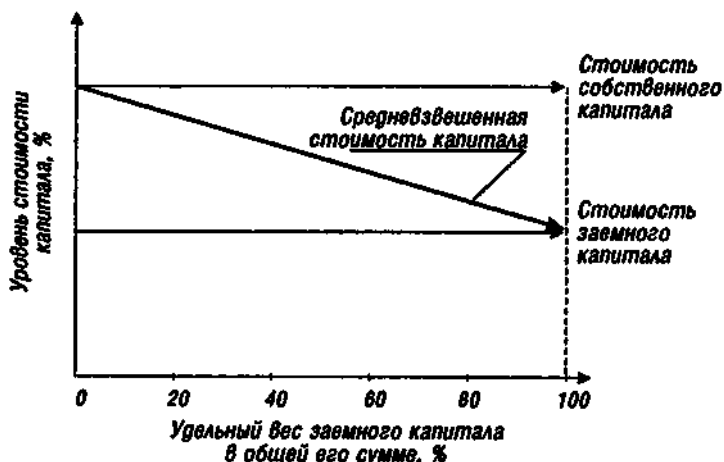


Рисунок 1.13. График формирования структуры и средневзвешенной стоимости капитала в соответствии с традиционалистской концепцией

Из приведенного графика видно, что с ростом удельного веса заемного капитала, используемого предприятием в процессе своей хозяйственной деятельности, уровень средневзвешенной стоимости капитала имеет тенденцию к снижению, достигая своего минимального

значения при 100%-ом использовании заемного капитала. Учитывая, что между средневзвешенной стоимостью капитала и рыночной стоимостью предприятия существует обратная зависимость, исходя из графика, характеризующего традиционалистскую концепцию, можно сделать вывод, что рыночная стоимость предприятия максимизируется при 100%-ом использовании заемного капитала.

Практическое использование этой концепции побуждает предприятие к максимизации использования заемного капитала в своей хозяйственной деятельности, что в определенных условиях может привести к утрате им финансовой устойчивости и даже к банкротству. Поэтому такая однофакторная модель формирования структуры и средневзвешенной стоимости капитала предприятия, составляющая основу традиционалистской концепции, обоснованно критиковалась многими экономистами как чрезмерно упрощенная, а условие оптимизации рассматриваемого показателя (100%-ое использование заемного капитала) — как нереальное.

5. Основу концепции индифферентности структуры капитала составляет положение о невозможности оптимизации структуры капитала ни по критерию минимизации средневзвешенной его стоимости, ни по критерию максимизации рыночной стоимости предприятия, так как она не оказывает влияние на формирование этих показателей. Эта концепция была впервые выдвинута в 1958 году американскими экономистами Ф. Модильяни и М. Миллером (упоминаемая обычно при ссылках как “концепция ММ”). Она рассматривает механизм формирования структуры капитала и рыночной стоимости предприятия в тесной увязке с механизмом функционирования рынка капитала в целом. При этом в процессе обоснования данной концепции функционирование рынка капитала ограничено ими рядом следующих условий:

- рынок на всех этапах своего функционирования и во всех своих сегментах является “совершенным”, что подразумевает полную его конкурентность, широкую доступность информации о его конъюнктуре для всех участников рынка, а также рациональный характер их поведения;

- на рынке действует в рассматриваемом периоде времени единая для всех инвесторов и кредиторов безрисковая ставка процента на вкладываемый или передаваемый в ссуду капитал;
- все предприятия, функционирующие на рынке, могут быть классифицированы по уровню риска своей хозяйственной деятельности только на основе показателей размера ожидаемого дохода на сформированные совокупные активы и степени вероятности его получения. Риски, связанные с составом элементов используемого капитала и создающие потенциальную угрозу потери части активов в процессе его банкротства и ликвидации (эти потери активов характеризуются термином “издержки банкротства”), в расчет при этом не принимаются;
- стоимость любого элемента привлекаемого (используемого) капитала не связана с действующей системой налогообложения прибыли предприятия;
- в расчет стоимости отдельных элементов капитала не включаются расходы, связанные с его покупкой-продажей (так называемые “транзакционные расходы” или “операционные расходы по формированию капитала”).

Исходя из этих базовых условий Ф. Модильяни и М. Миллер математически доказали, что рыночная стоимость предприятия (а соответственно и средневзвешенная стоимость используемого им капитала) зависит только от суммарной стоимости его активов вне зависимости от состава элементов капитала, авансированного в эти активы. Исходным положением этого доказательства является их утверждение, что в процессе хозяйственной деятельности предприятия его доходность генерируют не отдельные элементы капитала, а сформированные им активы.

С учетом изложенных предпосылок содержание концепции механизма формирования средневзвешенной стоимости капитала предприятия, выдвинутой Ф. Модильяни и М. Миллером, сводится к следующему: *рыночная стоимость предприятия (а соответственно и средневзвешенная стоимость его капитала) не зависит от структуры капитала*. Графически содержание этой концепции проиллюстрировано на рис. 1.14.

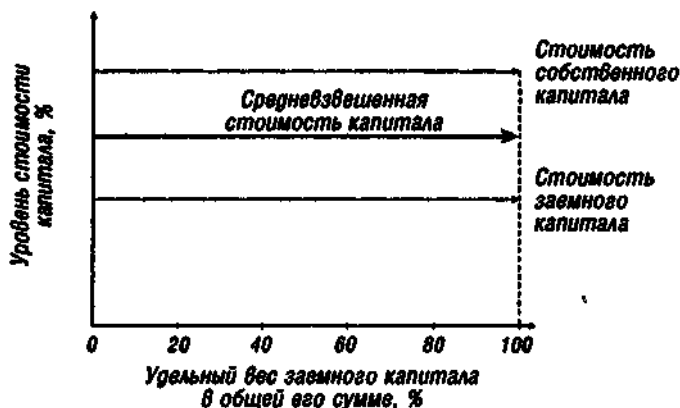


Рисунок 1.14. График формирования средневзвешенной стоимости капитала в соответствии с концепцией ее независимости от структуры капитала (концепция Ф. Модильяни и М. Миллера).

Как видно из приведенного графика, рост удельного веса заемного капитала в общей его сумме не приводит к соответствующему снижению уровня средневзвешенной стоимости капитала несмотря на то, что уровень стоимости заемного капитала намного ниже уровня стоимости собственного капитала. Сопоставление этого графика с рассмотренным ранее (рис. 1.13) показывает, что концепция Ф. Модильяни и М. Миллера по своим выводам полностью противопоставляется традиционалистской концепции структуры капитала. Будучи принципиально правильной в условиях выдвинутых авторами ограничений, концепция независимости механизма формирования средневзвешенной стоимости капитала и рыночной стоимости предприятия от его структуры носит лишь теоретический частный характер, который несовместим с ситуацией формирования предприятием структуры капитала в реальной практике. Поэтому данная концепция рассматривается лишь как принципиальный механизм оценки рыночной стоимости предприятия в условиях функционирования совершенного рынка при нереальных практических ограничениях (отсутствие налогообложения прибыли; неучет рисков, связанных с издержками банкротства; неучет операционных

расходов по формированию отдельных элементов капитала и др.).

В дальнейших своих исследованиях, сняв ряд выдвинутых ограничений, авторы данной концепции вынуждены были признать, что механизм формирования рыночной стоимости предприятия находится в определенной связи со структурой его капитала.

6. Основу компромиссной концепции структуры капитала составляет положение о том, что она формируется под воздействием ряда противоречивых условий, определяющих соотношение уровня доходности и риска использования капитала предприятия, которые в процессе оптимизации его структуры должны быть учтены путем соответствующего компромисса их комплексного воздействия. Эта концепция, основанная на исследованиях М. Миллера, Х. Де-Анжелло, Р. Масюлиса, Дж. Уорнера и некоторых других современных экономистов, включает в механизм формирования структуры капитала ряд реальных условий функционирования экономики и рынка, которые не учитывались в предшествующих концепциях. Содержание этих условий сводится к следующему:

- реально функционирующая экономика не может не учитывать фактор налогообложения прибыли, что существенным образом влияет на формирование стоимости отдельных элементов капитала, а следовательно и его структуру. Так, в практике большинства стран расходы по обслуживанию долга (заемного капитала) подлежат полностью или частично вычету из базы налогообложения прибыли. В связи с этим стоимость заемного капитала за счет "налогового щита" ("налогового корректора") всегда является более низкой при прочих равных условиях, чем стоимость собственного капитала. Соответственно рост использования заемного капитала до определенных пределов (не генерирующих риск возрастания угрозы банкротства предприятия) вызывает снижение уровня средневзвешенной стоимости капитала;
- в процессе оценки стоимости отдельных элементов капитала должен обязательно учитываться риск банкротства предприятия, связанный с несовершенной структурой формируемого капитала. С повышением удельного веса заемного капитала во всех его формах вероятность банкротства предприятия усиливается. Экономическое

поведение кредиторов в этом случае связано с двумя альтернативами — или снизить объем кредитов, предоставляемых предприятию на тех же условиях (снижение доли заемного капитала вызовет в этом случае рост средневзвешенной стоимости капитала и снижение рыночной стоимости предприятия), или потребовать от предприятия более высокий уровень дохода на предоставляемый в кредит капитал (что также приведет к росту средневзвешенной его стоимости и снижению рыночной стоимости предприятия). При любой из рассмотренных альтернатив возможности привлечения заемного капитала предприятием по более высокой стоимости не безграничны. Имеется экономическая граница привлечения заемного капитала по возрастающей его стоимости, при которой эта стоимость (вызванная с риском банкротства предприятия) возрастает до такой степени, что поглощает эффект, достигаемый налоговым преимуществом его использования. В этом случае стоимость заемного капитала предприятия и его средневзвешенная стоимость сравняется со стоимостью собственного капитала, привлекаемого предприятием из внутренних и внешних источников. Преступив этот уровень стоимости заемного капитала, предприятие теряет экономические стимулы к его привлечению;

- стоимость отдельных элементов капитала, из внешних источников, включает не только расходы по его обслуживанию в процессе использования, но и первоначальные затраты по его привлечению (“операционные расходы по формированию капитала”). Эти операционные расходы также должны учитываться в процессе оценки как стоимости отдельных элементов капитала, так и средневзвешенной стоимости, а следовательно и при формировании структуры капитала.

С учетом рассмотренных условий содержание компримиссной концепции структуры капитала сводится к тому, что в реально функционирующих экономике и рынке капитала этот показатель складывается под влиянием многих факторов, имеющих противоположную направленность воздействия на рыночную стоимость предприятия. Эти факторы по своему суммарному воздействию формируют определенное соотношение уровня доход-

ности и риска использования капитала предприятия при различной его структуре. Уровень доходности используемого капитала формирует показатель средневзвешенной его стоимости, учитывающий операционные ("транзакционные") расходы по привлечению на рынке капитала отдельных его элементов. Уровень риска используемого капитала формирует показатель удельного веса заемного капитала в общей его сумме, генерирующий при определенных значениях угрозу банкротства предприятия.

Графически сущность компромиссной концепции формирования структуры капитала может быть принципиально представлена в следующем виде (рис. 1.15):

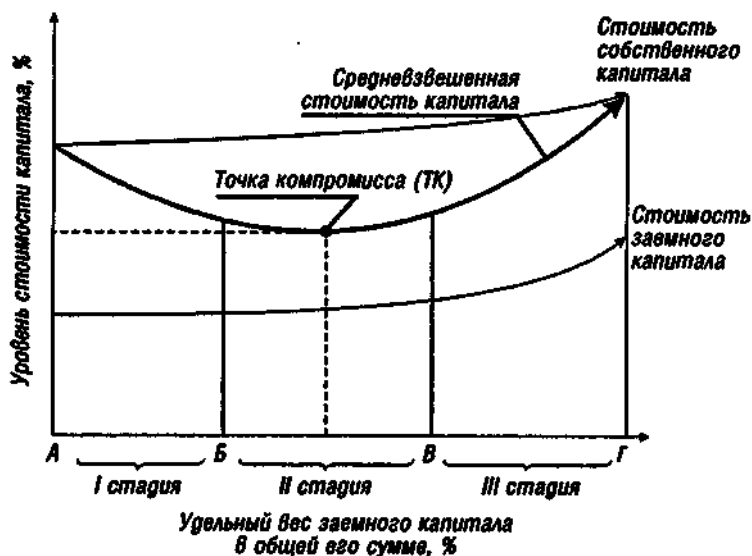


Рисунок 1.15. График формирования оптимальной структуры капитала и его средневзвешенной стоимости в соответствии с компромиссной концепцией

Как видно из приведенного графика средневзвешенная стоимость капитала предприятия меняет свои тенденции на отдельных стадиях, связанных с ростом удельного веса используемого заемного капитала.

На первой стадии, пока удельный вес заемного капитала находится в безрисковой зоне (не начинает генерировать угрозы банкротства), его рост вызывает ощутимое снижение средневзвешенной стоимости капитала (на графике — на отрезке АВ).

На второй стадии, при относительной невысокой угрозе банкротства, вызывающей невысокий рост стоимости заемного капитала, повышение его удельного веса, сопровождается относительной стабилизацией средневзвешенной стоимости капитала (на графике — на отрезке БВ).

На третьей стадии, при существенном возрастании угрозы банкротства и соответствующем росте стоимости заемного капитала, возрастание удельного веса его использования вызывает еще более высокое возрастание средневзвешенной стоимости капитала (на графике — на отрезке ВГ).

Точка компромисса, представленная на графике (ТК), определяет оптимальную структуру капитала предприятия в положении, соответствующем минимальному значению показателя средневзвешенной стоимости капитала. Вместе с тем, современная компромиссная теория структуры капитала определяет возможность формирования точки компромисса на любом отрезке кривой средневзвешенной стоимости капитала в зависимости от отношения собственников и менеджеров к допустимому уровню риска. При осторожном (консервативном) экономическом поведении (менталитете) точка компромисса может быть избрана гораздо левее представленной на графике, и наоборот — при рисковом (агрессивном) экономическом поведении такая точка может быть избрана гораздо правее. Иными словами, уровень доходности и риска в процессе формирования структуры капитала, выступающие критерием ее оптимизации в каждом конкретном случае, собственники или менеджеры предприятия выбирают самостоятельно.

7. Основу концепции противоречия интересов формирования структуры капитала составляет положение о различии интересов и уровня информированности собственников, инвесторов, кредиторов и менеджеров в процессе управления эффективностью его использования, выравнивание которых вызывает увеличение стоимости отдельных его элементов.

Это вносит определенные коррективы в процесс оптимизации структуры капитала по критерию его средне-взвешенной стоимости (а соответственно и рыночной стоимости предприятия). Авторы отдельных теоретических положений этой концепции — М. Гордон, М. Дженсен, У. Меклинг, Д. Галей, Р. Мазулис, С. Майерс и некоторые другие современные экономисты, — не изменяя принципиально сущности компромиссной концепции, позволили существенно расширить область ее практического использования за счет исследования отдельных факторов.

Сущность концепции противоречия интересов формирования капитала предприятия составляют теории асимметричной информации, сигнализирования, мониторинговых затрат и некоторые другие.

• *Теория асимметричной информации* основывается на том, что рынок капитала не может быть полностью совершенным во всех своих аспектах и в течение всего периода своего предстоящего функционирования даже в наиболее экономически развитых странах. Реально функционирующий рынок формирует в силу своего несовершенства (недостаточной “прозрачности”) неадекватную (“асимметричную”) информацию для отдельных его участников о перспективах развития предприятия. Это, в свою очередь, порождает неравнозначную оценку предстоящего уровня доходности и риска его деятельности, а соответственно и условия оптимизации структуры капитала. Асимметричность информации проявляется в том, что менеджеры предприятия получают более полную информацию по рассматриваемому аспекту, чем его инвесторы и кредиторы. Если бы последние располагали такой же полной информацией, что и менеджеры предприятия, они имели бы возможность более правильно формировать свои требования к уровню доходности предоставляемого предприятию капитала. А это в свою очередь позволяло бы оптимизировать структуру капитала в соответствии с реальным финансовым состоянием предприятия и реальными перспективами его развития.

• *Теория сигнализирования (“сигнальная теория”)*, являясь логическим развитием теории асимметричной информации, основывается на том, что рынок капитала посылает инвесторам и кредиторам соответствующие

сигналы о перспективах развития предприятия на основе поведения менеджеров на этом рынке. При благоприятных перспективах развития менеджеры будут стараться удовлетворять дополнительную потребность в капитале за счет привлечения заемных финансовых средств (в этом случае ожидаемый дополнительный доход будет принадлежать исключительно прежним собственникам и создаст условия для существенного роста рыночной стоимости предприятия). При неблагоприятных перспективах развития менеджеры будут стараться удовлетворить дополнительную потребность в финансовых ресурсах за счет привлечения собственного капитала из внешних источников, т. е. за счет расширения круга инвесторов, что позволит разделить с ними сумму предстоящих убытков. Теория сигнализирования в условиях асимметричной информации позволяет инвесторам и кредиторам лучше обосновывать свои решения о предоставлении капитала предприятию (хотя и с определенным "лагом запаздывания"), что отражается соответствующим образом на формировании его структуры.

• *Теория мониторинговых затрат* ("теория затрат на осуществление контроля") базируется на различии интересов и уровня информированности собственников и кредиторов предприятия. Кредиторы, предоставляя предприятию капитал, в условиях асимметричной информации требуют от него возможности осуществления собственного контроля за эффективностью его использования и обеспечением возврата. Затраты по осуществлению такого контроля кредиторы стараются переложить на собственников предприятия путем их включения в ставку процента за кредит. Чем выше удельный вес заемного капитала, тем выше уровень таких мониторинговых затрат (затрат на осуществление контроля). Иными словами, мониторинговые затраты (как и издержки банкротства) имеют тенденцию к увеличению с ростом удельного веса заемного капитала, что приводит к росту средневзвешенной стоимости капитала, а соответственно и снижению рыночной стоимости предприятия. Следовательно, наличие мониторинговых затрат ограничивает эффективность использования заемного капитала и должно обязательно учитываться в процессе оптимизации его структуры.

8. Современные теории структуры капитала формируют достаточно обширный методический инструментарий оптимизации этого показателя на каждом конкретном предприятии. Основными критериями такой оптимизации выступают:

- приемлемый уровень доходности и риска в деятельности предприятия;
- минимизация средневзвешенной стоимости капитала предприятия;
- максимизация рыночной стоимости предприятия.

Приоритет конкретных критериев оптимизации структуры капитала предприятие определяет самостоятельно. Исходя из этого можно сделать вывод: *не существует единой оптимальной структуры капитала не только для разных предприятий, но даже и для одного предприятия на разных стадиях его развития.*

9. Процесс оптимизации предполагает установление целевой структуры капитала. *Под целевой структурой капитала [target capital structure] понимается соотношение собственных и заемных финансовых средств предприятия, которое позволяет в полной мере обеспечить достижение избранного критерия ее оптимизации.* Конкретная целевая структура капитала обеспечивает заданный уровень доходности и риска в деятельности предприятия, минимизирует средневзвешенную его стоимость или максимизирует рыночную стоимость предприятия. Показатель целевой структуры капитала предприятия отражает финансовую идеологию его собственников или менеджеров и входит в систему стратегических целевых нормативов его развития.

10. Показатель целевой структуры капитала изменяется в динамике и поэтому требует периодической корректировки. Ряд экономистов объясняют эту динамичность лишь теоретическим базисом, избранным для его установления, подразделяя все современные теории структуры капитала на *статические* (теории компромиссной концепции) и *динамические* (теории концепции противоречия интересов). Такая трактовка динамичности показателя структуры капитала представляется нам ошибочной. Динамизм целевой структуры капитала определяется не избранным в качестве методического инструментария теоретическим подходом, а динамизмом конкретных фак-

торов, рассматриваемых любой теорией структуры капитала. Так, основу теорий компромиссной концепции (относимых экономистами к статичным) составляют такие факторы, как ставка ссудного процента, уровень налогообложения прибыли, уровень операционных затрат по привлечению капитала и некоторые другие, которые очень изменчивы в динамике (особенно высок динамизм этих факторов в условиях экономики переходного периода).

С учетом изложенного можно сделать следующий вывод: *динамизм показателя целевой структуры капитала не зависит от теоретического подхода, положенного в основу методического инструментария его установления, а определяется изменчивостью системы факторов, оказывающих на него непосредственное влияние (система таких факторов рассматривается в соответствующем разделе).*

1.6. АМОРТИЗАЦИЯ АКТИВОВ

1.6. Управление движением денежных средств предприятия и формирование основного результативного их показателя — чистого денежного потока — неразрывно связано с амортизацией основных средств и нематериальных активов в процессе их кругооборота.

Амортизация представляет собой экономический механизм постепенного переноса износа основных средств и нематериальных активов на реализуемый готовый продукт, в результате чего их первоначальная стоимость распределяется во времени в течение полного срока их службы и формируется специальный денежный фонд, обеспечивающий их воспроизводство (реновацию).

Механизм амортизации рассматриваемых видов активов предприятия базируется на следующих основных теоретических положениях:

1. Важнейшей целью амортизации является объективное отражение в изменяющейся стоимости амортизируемых активов процесса постоянного их износа. Интенсивность потери стоимости амортизируемых активов в процессе их эксплуатации характеризуется различными видами износа — физическим и функциональным (в отечественной терминологии — моральным).

• *Под физическим износом* амортизируемых активов понимается утрата ими своих первоначальных качеств под влиянием эксплуатационных факторов и факторов внешней природной среды.

• *Под функциональным (моральным) износом* амортизируемых активов понимается снижение относительного уровня их полезности в результате устаревания, вызванного технологическим прогрессом.

В процессе этих видов износа амортизируемые внеоборотные активы постепенно утрачивают свои первоначальные функциональные свойства и дальнейшее их использование в неизменном виде становится или технически невозможным, или экономически невыгодным.

Функциональные свойства основных средств, используемых предприятием, утраченные в процессе их износа, в отдельных случаях подлежат восстановлению. По критерию возможности такого восстановления износ рассматриваемых видов активов подразделяется на устранимый и неустрашимый. Такое разделение характерно как для физического, так и для функционального (морального) видов износа.

• *Под устранимым износом* понимается возможность восстановления полезности амортизируемого актива путем проведения его ремонта, направленного на повышение производительности или возможностей изготовления продукции более высокого качества, при условии, что затраты на такой ремонт составят меньшую сумму, чем прирост дополнительной стоимости актива вследствие повышения его полезности.

• *Под неустрашимым износом* понимается экономическая нецелесообразность осуществления ремонта актива, так как затраты на восстановление его функциональных свойств превысят прирост его стоимости вследствие повышения полезности. По экономическим критериям (т.к. в техническом отношении можно восстановить любую потерю функциональных свойств актива) соответствующие виды амортизируемых средств с полным неустрашимым износом требуют замены новыми, более современными аналогами.

2. Основу механизма амортизации основных средств и нематериальных активов составляет установление возможного срока эксплуатации отдельных их видов. В эконо-

мической теории этот срок характеризуется терминами "период экономической службы" [economic life period] или "период полезной службы" [useful life period] амортизируемого актива. Этот период является количественно детерминированной величиной, которая устанавливается соответствующими законодательными нормами (в этом случае он характеризуется термином "нормативный срок службы") или определяется предприятием самостоятельно.

Системой стандартов учета зарубежных стран (в частности, системой GAAP) предусмотрена возможность измерения срока полезной (экономической) службы амортизируемого актива не только определенным временным периодом их эксплуатации, но и другими количественно детерминированными показателями (например, размером общего пробега автотранспортных средств; объемом производимой продукции в натуральных единицах измерения с использованием данного актива и т.п.).

Установленный возможный срок эксплуатации амортизируемых активов характеризует границы, в рамках которых осуществляется процесс амортизации конкретных их видов.

3. Показателем, позволяющим взаимоувязывать интенсивность износа амортизируемого актива и возможный срок его эксплуатации, является норма его амортизации. *Норма амортизации представляет собой удельный размер списания стоимости актива в определенном периоде.* По важнейшим видам основных средств такие единые нормы устанавливаются государством централизованно; по нематериальным активам и некоторым видам основных средств предприятие устанавливает нормы самостоятельно с учетом прогнозируемого периода их эксплуатации, инвестиционной политики и других факторов. В зависимости от используемого метода амортизации активов нормы амортизации могут носить стабильный во времени характер или колебаться по размерам в различные интервалы общего периода эксплуатации конкретных видов активов.

4. Финансовым результатом, отражающим процесс амортизации активов, является формирование амортизационного фонда предприятия. Реальное денежное наполнение этого фонда возможно лишь после реализации

готовой продукции, в стоимости которой отражается износ амортизируемых активов, принимавших участие в ее выпуске. Этот фонд является целевым источником финансирования воспроизводства основных средств и нематериальных активов предприятия в процессе их кругооборота. Так как амортизационный фонд формируется за счет износа амортизируемых активов, отражаемого в составе издержек (текущих затрат) предприятия, а не за счет полученной прибыли, средства этого фонда налогообложению не подлежат.

5. Средства амортизационного фонда предприятия служат источником как простого, так и расширенного воспроизводства амортизируемых активов.

• *Простое воспроизводство активов* осуществляется по мере физического и функционального (морального) их износа в пределах накопленной амортизации (средств амортизационного фонда) в форме их ремонта или замены.

• *Расширенное воспроизводство активов* осуществляется с учетом необходимости дополнительного формирования новых их видов не только за счет суммы накопленной амортизации, но и за счет других финансовых источников (прибыли, долгосрочных финансовых кредитов и т.п.).

Из приведенных определений можно сделать вывод, что средства амортизационного фонда могут обеспечивать лишь простое воспроизводство амортизируемых активов. Вместе с тем, исследования немецких ученых Лохмана и Рушти показали, что в условиях экономического подъема на рынке готовой продукции средства амортизационного фонда предприятия позволяют финансировать не только простое, но и расширенное воспроизводство его активов. Этот теоретический вывод может быть проиллюстрирован следующим примером:

Пример: Предприятие для выпуска новой продукции приобрело 10 станков. стоимость каждого из которых составляет 10 тыс усл. ден. ед. (общая первоначальная стоимость этих активов составляет 100 тыс. усл. ден. ед.). Предусматриваемый полезный срок службы каждого из этих станков составляет 5 лет; соответственно годовая норма их амортизации составляет 20%. Конъюнктура рынка позволяет

предприятию наращивать объем реализации готовой продукции. В таблице 1.1. показано возможное формирование использования средств амортизационного фонда на воспроизводство данных активов.

Таблица 1.1.

Формирование и использование средств амортизационного фонда предприятия на воспроизводство его активов

Год	Число станков в использовании, едн.	Общая стоимость активов, тыс. усл. ден. ед.	Годовая норма амортизации, %	Сумма отчислений в амортизационный фонд текущего года, тыс. усл. ден. ед.	Сумма амортизационного фонда на конец года, тыс. усл. ден. ед.	Возможность приобретения новых станков в следующем году, едн.	Остаток неиспользованных средств амортизационного фонда, тыс. усл. ден. ед.
1	10	100	20	20	20	2	—
2	12	120	20	24	24	2	4
3	14	140	20	28	32	3	2
4	17	170	20	34	36	3	6
5	20	200	20	40	46	4	6
6	14	140	20	28	34	3	4

Как видно из данных приведенной таблицы за счет средств амортизационного фонда предприятие после пяти лет эксплуатации станков, т.е. полного их износа и выбытия, не только полностью восстановило их первоначальное количество (10 единиц), но и приобрело дополнительно 4 станка. Иными словами, предприятие обеспечило расширенное воспроизводство парка своих станков исключительно за счет средств амортизационного фонда. Этот эффект был бы еще большим при использовании метода ускоренной амортизации рассматриваемых активов за счет более высоких размеров формирования средств амортизационного фонда в первые годы их эксплуатации.

Механизм обеспечения расширенного воспроизводства активов предприятия за счет средств амортизационного фонда в условиях экономического подъема получил название «эффект Лохмана-Рушти» [“Lohmann-Ruchti efect”].

6. Используемые нормы амортизации играют большую роль в формировании уровня себестоимости продукции и ценовой политики предприятия. Начисленная в отчетном

периоде сумма износа внеоборотных операционных активов включается в форме амортизационных отчислений в себестоимость реализуемой продукции. Чем выше нормы амортизации этих активов, используемые предприятием, тем выше (при прочих равных условиях) будет сумма амортизационных отчислений, а соответственно и уровень себестоимости выпускаемой продукции, и наоборот. Поэтому регулирование в рамках предприятия норм амортизации основных средств и нематериальных активов (в пределах, разрешенных законодательством) является важным инструментом формирования дифференцированного уровня цен на реализуемую продукцию.

7. Применяемые предприятием нормы амортизации активов существенным образом влияют на формирование размера его прибыли и суммы налоговых платежей. В экономической теории эта взаимосвязь исследована довольно глубоко. При неизменном уровне цен на реализуемую продукцию и стабильном уровне текущих затрат на ее выпуск, повышение норм амортизации активов, используемых в операционном процессе, вызывает снижение суммы прибыли от реализации (а соответственно и суммы налогов, уплачиваемых предприятием за счет прибыли), и наоборот. Эта взаимосвязь рассматриваемых показателей может быть проиллюстрирована данными таблицы 1.2.

Таблица 1.2.

Зависимость суммы операционной прибыли и налоговых платежей предприятия от размера используемых норм амортизации внеоборотных операционных активов

Сумма прибыли от реализации продукции без учета затрат на амортизацию, тыс. усл. ден. ед.	Средняя стоимость используемых амортизируемых активов в рассматриваемом периоде, тыс. усл. ден. ед.	Используемая средняя норма амортизации активов в периоде, %	Сумма начисленной амортизации в периоде, тыс. усл. ден. ед.	Сумма прибыли от реализации продукции с учетом затрат на амортизацию, тыс. усл. ден. ед.	Ставка налога на прибыль, %	Сумма уплачиваемого налога на прибыль, тыс. усл. ден. ед.
200	300	10	30	170	30	51
200	300	20	60	140	30	42
200	300	30	90	110	30	33

Из приведенной таблицы видно, что с возрастанием средних норм амортизации активов сумма прибыли и уплачиваемого налога на прибыль уменьшается.

Исследованный механизм этой взаимосвязи привел в странах с рыночной экономикой с начала 80-х годов к разработке целого ряда стратегий налоговой защиты предприятий, основанных на использовании различных методов ускоренной амортизации активов. Экономическое содержание этих стратегий заключается в том, что если общий полезный период использования активов остается неизменным, то применение в первые годы их эксплуатации повышенных норм амортизации (что составляет сущность методов ускоренной амортизации активов) позволяет отсрочить во времени уплату определенной части налогов, перенеся ее на последние годы. Несмотря на то, что в рамках неизменного полезного срока эксплуатации активов номинальная сумма прибыли и уплачиваемых налогов не уменьшается, избранная предприятием стратегия налоговой защиты в первые годы их использования позволяет ему получить дополнительный эффект стоимости денег во времени по сумме отсроченных платежей (при наличии у предприятия соответствующих инвестиционных возможностей). Этот эффект является довольно ощутимым в условиях высокого уровня налогообложения прибыли и большого объема использования амортизируемых активов.

Эффект "налогового щита", достигаемый при использовании повышенных норм амортизации на первом этапе их эксплуатации, приводит параллельно к уменьшению суммы дивидендных выплат (т.к. снижается размер прибыли) и положительно сказывается на формировании инвестиционных ресурсов предприятия за счет внутренних источников (т.к. сумма амортизационного фонда, не подлежащего налогообложению, возрастает в большем размере, чем снижается сумма чистой прибыли).

8. Использование более высоких норм амортизации в отдельные интервалы общего периода эксплуатации активов позволяет повысить уровень абсолютной платежеспособности предприятия. Рост этой платежеспособности обеспечивается положительной суммой чистого денежного потока предприятия. Одним из элементов чистого де-

нежного потока является сумма амортизационных отчислений, сформированных в отчетном периоде. Повышение норм амортизации активов на отдельных этапах их эксплуатации, вызывающее соответствующее повышение суммы чистого денежного потока, вызывает возрастание размера остатка денежных активов, а соответственно и рост уровня абсолютной платежеспособности предприятия. Однако при этом важно подчеркнуть, что в рассматриваемом неизменном полезном периоде эксплуатации активов общая сумма чистого денежного потока, генерируемого их амортизацией, не изменяется при использовании любого метода амортизации (любой комбинации норм амортизации в рамках этого периода). Иными словами, общая сумма сформированного и отсроченного чистого денежного потока, генерируемого амортизацией активов в рамках неизменного периода их эксплуатации, остается постоянной величиной.

9. Применение более высоких норм амортизации на первоначальном этапе общего периода эксплуатации активов формирует определенную часть гудвилла предприятия. При ускоренной амортизации актива размер снижения первоначальной балансовой стоимости опережает размер снижения его реальной рыночной стоимости. Этот разрыв формирует потенциальную сумму гудвилла — потенциальной она является потому, что его конкретный реальный размер может быть определен только в момент продажи актива или всего их комплекса. Пока эта часть гудвилла остается в потенциальном состоянии, она налогами не облагается (что и обеспечивает формирование эффекта “налогового щита” при ускоренной амортизации активов). Но при реализации актива в момент разрыва балансовой и рыночной его стоимости сумма гудвилла будет подвергнута соответствующему налогообложению. Чистая стоимость реализованного в данном случае гудвилла используется обычно как источник формирования собственных инвестиционных ресурсов предприятия.

10. Высокая роль процесса амортизации активов предприятия в формировании доходной части государственного бюджета и осуществлении государственной инвестиционной политики определяет жесткие формы регулирования этого процесса. Такое регулирование осуществляется

путем установления возможных к использованию предприятиями методов амортизации активов, утверждения единых норм амортизации наиболее массовых видов используемых активов, соответствующего налогового регулирования амортизационного процесса.

Механизм амортизации активов является важным финансовым рычагом управления чистым денежным потоком предприятия.

1.7. ВИДЫ И МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Денежный оборот предприятия неразрывно связан с функционированием финансового рынка, развитием его видов и сегментов, состоянием его конъюнктуры. В наиболее общем виде **финансовый рынок представляет собой рынок, на котором объектом покупки-продажи выступают разнообразные финансовые инструменты и финансовые услуги.**

Финансовый рынок представляет собой чрезвычайно сложную систему, в которой деньги и другие финансовые активы предприятий и других его участников обращаются самостоятельно, независимо от характера обращения реальных товаров. Этот рынок оперирует многообразными финансовыми инструментами, обслуживается специфическими финансовыми институтами, располагает довольно разветвленной и разнообразной финансовой инфраструктурой.

В экономической системе страны, функционирующей на рыночных принципах, финансовый рынок играет большую роль, которая определяется следующими основными его функциями:

1. **Активной мобилизацией временно свободного капитала из многообразных источников.** Этот свободный капитал, находящийся в форме общественных сбережений, т.е. денежных и других финансовых ресурсов населения, предприятий, государственных органов, не истраченных на текущее потребление и реальное инвестирование, вовлекается через механизм финансового рынка отдельными его участниками для последующего эффективного использования в экономике страны.

2. Эффективным распределением аккумулированного свободного капитала между многочисленными конечными его потребителями. Механизм функционирования финансового рынка обеспечивает выявление объема и структуры спроса на отдельные финансовые активы и своевременное его удовлетворение в разрезе всех категорий потребителей, временно нуждающихся в привлечении капитала из внешних источников.

3. Определением наиболее эффективных направлений использования капитала в инвестиционной сфере. Удовлетворяя значительный объем и обширнейший круг инвестиционных потребностей хозяйствующих субъектов, механизм финансового рынка через систему ценообразования на отдельные инвестиционные инструменты выявляет наиболее эффективные сферы и направления инвестиционных потоков с позиций обеспечения высокого уровня доходности используемого в этих целях капитала.

4. Формированием рыночных цен на отдельные финансовые инструменты и услуги, наиболее объективно отражающим складывающееся соотношение между их предложением и спросом. Рыночный механизм ценообразования совершенно противоположен государственному, хотя и находится под определенным воздействием государственного регулирования. Этот рыночный механизм позволяет полностью учесть текущее соотношение спроса и предложения по разнообразным финансовым инструментам, формирующее соответствующий уровень цен на них; в максимальной степени удовлетворить экономические интересы продавцов и покупателей финансовых активов.

5. Осуществлением квалифицированного посредничества между продавцом и покупателем финансовых инструментов. В системе финансового рынка получили "прописку" специальные финансовые институты, осуществляющие такое посредничество. Такие финансовые посредники хорошо ознакомлены с состоянием текущей финансовой конъюнктуры, условиями осуществления сделок по различным финансовым инструментам и в кратчайшие сроки могут обеспечить связь продавцов и покупателей. Финансовое посредничество способствует ускорению не только финансовых, но и товарных потоков, обеспечивает минимизацию связанных с этим общественных затрат.

6. Формированием условий для минимизации финансового и коммерческого риска. Финансовый рынок выработал свой собственный механизм страхования ценового риска (и соответствующую систему специальных финансовых инструментов), который в условиях нестабильности экономического развития страны и конъюнктуры финансового и товарного рынков позволяет до минимума снизить финансовый и коммерческий риск продавцов и покупателей финансовых активов и реального товара, связанный с изменением цен на них. Кроме того, в системе финансового рынка получило широкое развитие предложение разнообразных страховых услуг.

7. Ускорением оборота капитала, способствующим активизации экономических процессов. Обеспечивая мобилизацию, распределение и эффективное использование свободного капитала, удовлетворение в кратчайшие сроки потребности в нем отдельных хозяйствующих субъектов, финансовый рынок способствует ускорению оборота используемого капитала, каждый цикл которого генерирует дополнительную прибыль и прирост национального дохода в целом.

Понятие "финансовый рынок" является в определенной мере собирательным, обобщенным. В реальной практике оно характеризует обширную систему отдельных видов финансовых рынков с разнообразными сегментами каждого из этих видов. Современная систематизация финансовых рынков выделяет различные их виды в соответствии со следующими основными признаками (рис. 1.16.).

I. По видам обращающихся финансовых активов (инструментов, услуг) выделяют следующие основные виды финансовых рынков:

1. Кредитный рынок (или рынок ссудного капитала). Он характеризует рынок, на котором объектом купли-продажи являются свободные кредитные ресурсы и отдельные обслуживающие их финансовые инструменты, обращение которых осуществляется на условиях возвратности и уплаты процента. Сделки, совершаемые на этом рынке, подразделяются на обслуживающие *отчуждаемые* (или *переуступаемые*) финансовые заимствования (коммерческие или банковские переводные векселя, аккредитивы,

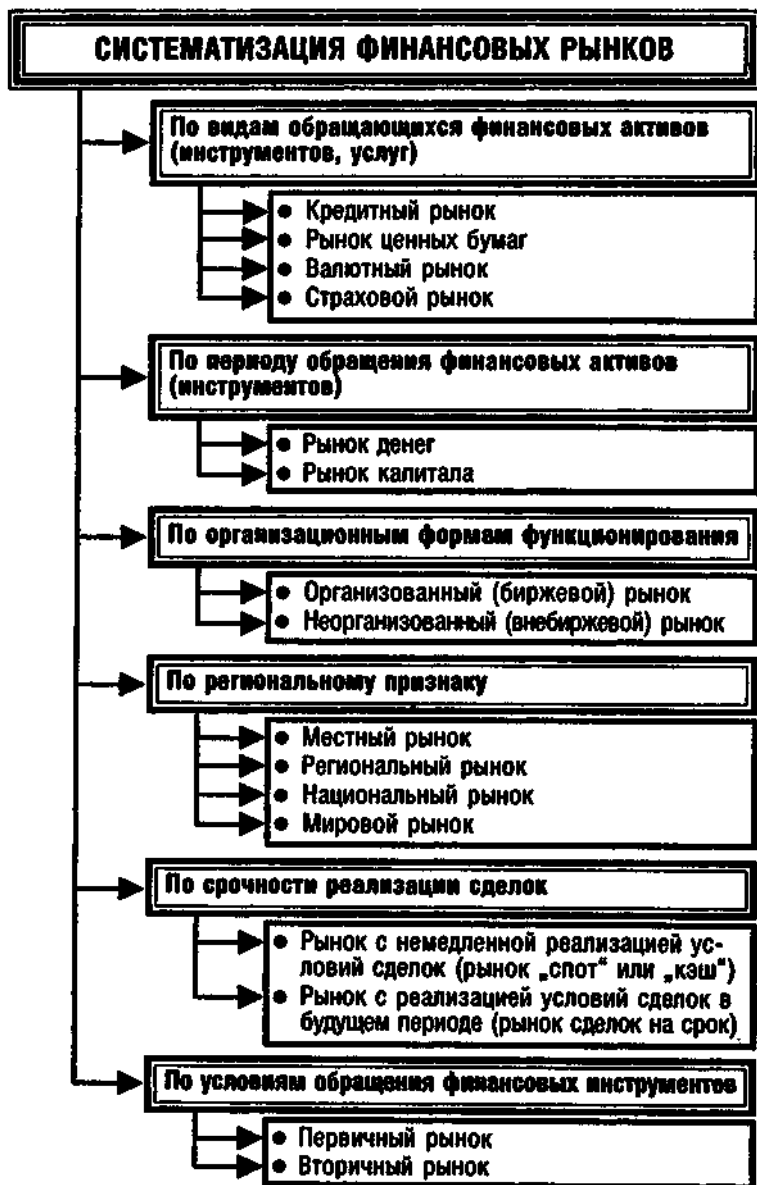


Рисунок 1.16. Систематизация финансовых рынков по основным признакам.

чеки и т.п.) и неотчуждаемые виды этих заимствований (прямое предоставление финансовых кредитов отдельными банками и другими финансовыми институтами конкретным субъектам хозяйствования и населению; коммерческий кредит, оформленный простым векселем и т.п.). В соответствии с практикой ряда стран с развитой рыночной экономикой неотчуждаемые виды заимствований не входят в состав объектов кредитного рынка в связи с тем, что на этом рынке не обеспечивается свободное их обращение, а соответственно и объективные условия формирования цен на них.

2. *Рынок ценных бумаг (или фондовый рынок).* Он характеризует рынок на котором объектом купли-продажи являются все виды ценных бумаг (фондовых инструментов), эмитированных предприятиями, различными финансовыми институтами и государством. В странах с развитой рыночной экономикой рынок ценных бумаг является наиболее обширным видом финансового рынка по объему совершаемых сделок и многообразию обращающихся на нем финансовых инструментов. Функционирование рынка ценных бумаг позволяет упорядочить и повысить эффективность многих экономических процессов, и в первую очередь, — процесса инвестирования временно свободных финансовых ресурсов. Механизм функционирования этого рынка позволяет проводить на нем финансовые операции наиболее быстрым способом и по более справедливым ценам, чем на других видах финансовых рынков. Этот рынок в наибольшей степени поддается финансовому инжинирингу — процессу целенаправленной разработки новых финансовых инструментов и новых схем осуществления финансовых операций.

3. *Валютный рынок.* Он характеризует рынок, на котором объектом купли-продажи выступают иностранная валюта и финансовые инструменты, обслуживающие операции с ней. Он позволяет удовлетворить потребности хозяйствующих субъектов в иностранной валюте для осуществления внешнеэкономических операций, обеспечить минимизацию связанных с этими операциями финансовых рисков, установить реальный валютный курс (цену денежной единицы одной страны, выраженную в денежной единице другой страны на определенную дату) по отдельным видам иностранной валюты.

4. *Страховой рынок.* Он характеризует рынок, на котором объектом купли-продажи выступает страховая защита в форме различных предлагаемых страховых продуктов. Потребность в услугах этого рынка существенно возрастает по мере развития рыночных отношений. Субъекты этого рынка, осуществляющие предложение страховой защиты, способствуют аккумуляции и эффективному перераспределению капитала, широко используя накапливаемые средства в инвестиционных целях. Даже в кризисных экономических условиях этот рынок развивается высокими темпами, значительно превышающими темпы развития других видов финансовых рынков.

II. По периоду обращения финансовых активов (инструментов) выделяют следующие виды финансовых рынков:

1. *Рынок денег.* Он характеризует рынок, на котором продаются-покупаются рыночные финансовые инструменты и финансовые услуги всех ранее рассмотренных видов финансовых рынков со сроком обращения до одного года. Функционирование этого краткосрочного сектора финансовых рынков позволяет предприятиям решать проблемы как восполнения недостатка денежных активов для обеспечения текущей платежеспособности, так и эффективного использования их временно свободного остатка. Финансовые активы, обращающиеся на рынке денег, являются наиболее ликвидными; им присущ наименьший уровень финансового риска, а система формирования цен на них является относительно простой. Эти свойства обеспечивают предприятию более простой и эффективный процесс формирования и управления портфелем краткосрочных финансовых инструментов.

2. *Рынок капитала.* Он характеризует рынок, на котором продаются-покупаются рыночные финансовые инструменты и финансовые услуги со сроком обращения более одного года. Функционирование рынка капитала позволяет предприятиям решать проблемы как формирования инвестиционных ресурсов для реализации реальных инвестиционных проектов, так и эффективного финансового инвестирования (осуществления долгосрочных финансовых вложений). Финансовые активы, обращающиеся на рынке капитала, как правило, менее ликвидны; им присущ наибольший уровень финансового риска и соответственно более высокий уровень доходности.

Следует обратить внимание, что это традиционное деление финансовых рынков на рынок денег и рынок капитала в современных условиях функционирования этих рынков носит несколько условный характер. Эта условность определяется тем, что современные рыночные финансовые технологии и условия эмитирования многих финансовых инструментов предусматривают относительно простой и быстрый способ трансформации отдельных краткосрочных финансовых активов в долгосрочные и наоборот.

Характеризуя отдельные виды финансовых рынков по обьём рассмотренным выше признакам, следует отметить, что эти виды рынков тесно взаимосвязаны и функционируют в одном рыночном пространстве. Так, все виды рынков, обслуживающих обращение различных по направленности финансовых активов (инструментов, услуг), являются одновременно составной частью как рынка денег, так и рынка капиталов (рис. 1.17.).

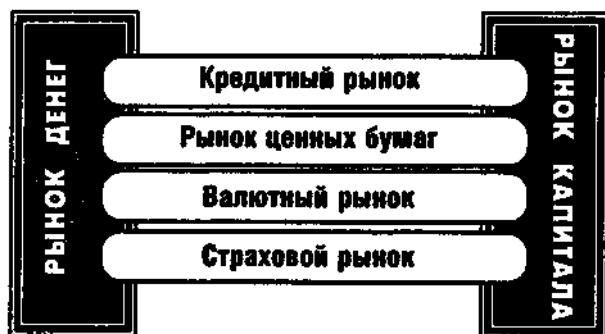


Рисунок 1.17. Система взаимосвязи основных функциональных финансовых рынков.

III. По организационным формам функционирования выделяют следующие виды финансовых рынков:

1. *Организованный (биржевой) рынок.* Этот рынок представлен системой фондовых и валютных бирж (операции с отдельными финансовыми инструментами — фьючерсными контрактами, опционными контрактами и т.п. — осуществляются также на товарных биржах). На организованном финансовом рынке обеспечивается высокая концентрация спроса и предложения в едином месте; устанавливается наиболее объективная система цен на отдельные финансовые инструменты и услуги;

проводится проверка финансовой состоятельности эмитентов основных видов ценных бумаг, допускаемых к торгам; процедура торгов носит открытый характер; гарантируется исполнение заключенных сделок. Однако биржевой рынок имеет и отдельные слабые стороны — круг реализуемых на нем финансовых инструментов различных эмитентов носит ограниченный характер; этот рынок более строго регулируется государством, что снижает его гибкость; выполнение всех нормативно-правовых актов по его функционированию увеличивает затраты на осуществление операций купли-продажи; крупномасштабные сделки, совершаемые отдельными торговцами на бирже, практически невозможно сохранить в тайне.

2. Неорганизованный (внебиржевой или "уличный") рынок. Он представляет собой финансовый рынок, на котором осуществляется покупка-продажа финансовых инструментов и услуг, сделки по которым не регистрируются на бирже. Этот рынок характеризуется более высоким уровнем финансового риска (так как многие из котируемых на нем финансовых инструментов и услуг не проходили процедуру проверки на биржах или были ими в процессе листинга отклонены), более низким уровнем юридической защищенности покупателей, меньшим уровнем их текущей информированности и т.п. Вместе с тем, этот рынок обеспечивает обращение более широкой номенклатуры финансовых инструментов и услуг; удовлетворяет потребность отдельных инвесторов в финансовых инструментах с высоким уровнем риска, а соответственно приносящих более высокий доход; в большей мере обеспечивает тайну осуществления отдельных сделок. В режиме неорганизованного финансового рынка осуществляется большая часть операций с ценными бумагами и основной объем кредитных и страховых операций.

IV. По региональному признаку выделяют следующие виды финансовых рынков:

1. Местный финансовый рынок. Он представлен в основном операциями коммерческих банков, страховых компаний, неорганизованных торговцев ценными бумагами с их контрагентами — местными хозяйствующими субъектами и населением.

2. Региональный финансовый рынок. Он характеризует финансовый рынок, функционирующий в масштабах

области (республики) и наряду с местными неорганизованными рынками включает систему региональных фондовых и валютных бирж.

3. *Национальный финансовый рынок.* Он включает всю систему финансовых рынков страны, всех их видов и организационных форм.

4. *Мировой финансовый рынок.* Этот рынок является составной частью мировой финансовой системы, в который интегрированы национальные финансовые рынки стран с открытой экономикой.

Увеличение объема операций на мировом финансовом рынке характеризует процесс его *глобализации*, обеспечивающей расширение доступа продавцов и покупателей финансовых инструментов к операциям на рынках других стран.

V. По срочности реализации сделок, заключенных на финансовом рынке, выделяют следующие виды рынков:

1. *Рынок с немедленной реализацией условий сделок (рынок "spot" или "кэш").* Он характеризует рынок финансовых инструментов, заключенные сделки на котором осуществляются в строго обусловленный короткий период времени.

2. *Рынок с реализацией условий сделок в будущем периоде (рынок "сделок на срок" — фьючерсный, опционный и т.п.).* Предметом обращения на этом рынке являются, как правило, фондовые, валютные и товарные деривативы (производные ценные бумаги).

Разделение и организационное оформление этих видов финансовых рынков в странах с развитой рыночной экономикой произошло сравнительно недавно. В нашей стране в силу небольшого объема операций с деривативами эти рынки пока еще организационно не разграничены.

VI. По условиям обращения финансовых инструментов (в данном случае речь идет исключительно о фондовых инструментах) различают следующие виды рынков:

1. *Первичный рынок.* Он характеризует рынок ценных бумаг, на котором осуществляется первичное размещение их эмиссии. Это размещение обычно организует андеррайтер (инвестиционный дилер), который самостоятельно или с группой других андеррайтеров покупает весь (или основной) объем эмитированных акций,

облигаций и т.п. с целью последующей их продажи инвесторам более мелкими партиями.

2. *Вторичный рынок.* Он характеризует рынок, где постоянно обращаются ценные бумаги, ранее проданные на первичном рынке. Вторичный фондовый рынок охватывает преимущественную часть биржевого и внебиржевого оборота ценных бумаг. Без развитого вторичного фондового рынка, обеспечивающего постоянную ликвидность и распределение финансовых рисков, не может эффективно существовать первичный рынок ценных бумаг. Одной из основных функций вторичного рынка является установление реальной рыночной цены (курсовой стоимости) отдельных ценных бумаг, отражающей всю имеющуюся информацию о финансовом состоянии их эмитентов и условиях эмиссии.

В США группировка фондовых рынков по этому признаку уже получила дальнейшее развитие путем выделения *“третьего рынка”* (внебиржевой торговли крупными пакетами ценных бумаг, котируемых одновременно на центральных фондовых биржах, с целью существенного снижения затрат по сделкам), а также *“четвертого рынка”* (на котором осуществляются прямые сделки между крупными институциональными инвесторами и продавцами ценных бумаг без участия фирм-посредников).

Систематизация финансовых рынков, рассмотренная выше, может быть существенно углублена за счет соответствующей сегментации каждого из видов этих рынков. Сегментация финансового рынка представляет собой процесс целенаправленного разделения его видов на индивидуальные сегменты, различающиеся характером обращающихся на нем финансовых инструментов. Так, в рамках кредитного рынка выделяются обычно такие его сегменты, как рынок краткосрочных кредитных инструментов; рынок долгосрочных кредитных инструментов; рынок межбанковского кредита и т.п. В рамках фондового рынка выделяются такие его сегменты, как рынок облигаций, рынок акций, рынок деривативов и т.п. (каждый из этих сегментов может быть разделен на еще более узкие микросегменты — рынок государственных облигаций; рынок акций венчурных предприятий; рынок опционов; рынок фьючерсов и другие). В рамках страхового рынка выделяются такие его сегменты, как рынок

обязательного страхования, рынок добровольного страхования, а внутри последнего могут быть выделены отдельные микросегменты по видам страховых продуктов.

Процесс развития финансового рынка характеризуется постоянным переливом финансовых ресурсов из одних его видов и сегментов на другие. В качестве примера такого перелива можно привести наблюдаемый в последние годы процесс *секьюритизации*, характеризующийся перемещением операций с кредитного рынка на рынок ценных бумаг (в первую очередь, рынок облигаций), обеспечивающий снижение затрат по привлечению кредитов.

Наличие широко разветвленной системы различных видов и сегментов финансовых рынков создает необходимые предпосылки для подготовки и реализации альтернативных управленческих решений в процессе финансового менеджмента.

Функционирование финансового рынка подчинено действию определенного экономического механизма, основу которого составляет взаимосвязь его элементов. Основными из этих элементов, которые определяют состояние и развитие как финансового рынка в целом, так и отдельных его видов, являются спрос, предложение и цена.

Механизм функционирования финансового рынка направлен на обеспечение его равновесия, которое достигается путем взаимодействия отдельных его элементов. В основном это равновесие в условиях экономики рыночного типа достигается за счет саморегуляции финансового рынка и частично — за счет государственного его регулирования. Однако в реальной практике абсолютное равновесие финансового рынка, т.е. полная сбалансированность отдельных его элементов, достигается крайне редко, а если достигается, то на очень непродолжительный период.

Каждому виду финансовых рынков присущи свои особенности формирования механизма обеспечения взаимосвязи отдельных элементов рынка, однако принципиальные основы механизма функционирования этих рынков имеют общий характер. Поэтому в первую очередь рассмотрим общие принципы формирования механизма функционирования финансового рынка в целом. Эти принципиальные положения сводятся к следующим основным моментам:

1. Основную роль в системе основных элементов финансового рынка играет цена на отдельные финансовые инструменты (финансовые услуги). Именно этот элемент отражает сбалансированность спроса и предложения на рынке, состояние его равновесия, степень удовлетворения экономических интересов всех его участников. Приоритетная роль цены в системе элементов финансового рынка, обеспечивающих его равновесие, определяет особую роль ценообразования в механизме его функционирования.

2. Цены на финансовом рынке определяются прежде всего уровнем доходности отдельных финансовых инструментов, в основе которого лежит средний уровень процентной ставки (или средняя норма доходности на вложенный капитал). Уровень процентной ставки служит не только критерием выбора альтернативных направлений осуществления финансовых операций, но в значительной степени определяет объем этих операций или деловую активность отдельных хозяйствующих субъектов на финансовом рынке. Зависимость между уровнем процентной ставки и уровнем цен на финансовом рынке иллюстрируется схемой, представленной на рисунке 1.18.

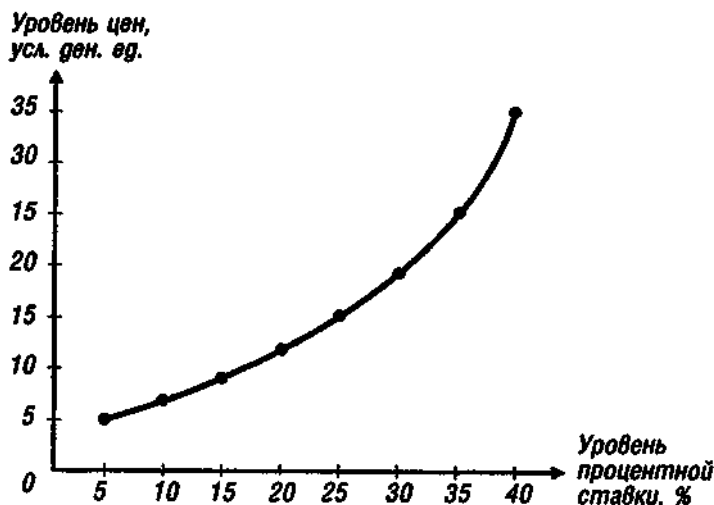


Рисунок 1.18. Характер зависимости между уровнем процентной ставки и уровнем цен на финансовые инструменты

3. *Особенностью формирования цен на финансовом рынке является существенное воздействие на этот процесс обращающегося на нем спекулятивного капитала.* Это порождает не только реальный спрос на отдельные финансовые инструменты со стороны хозяйствующих субъектов, но и спрос спекулятивный, не связанный с реальными потребностями развития экономики. Высокий уровень спекулятивной составляющей для финансового рынка является нормальным явлением; этот уровень постоянно возрастает по мере увеличения объема накапливаемого капитала предприятиями и физическими лицами. Под воздействием спекулятивного капитала уровень цен на финансовом рынке в значительной мере зависит не только от реального спроса, но и от ожидаемых изменений этого уровня, на которые участники рынка пытаются влиять исходя из своих спекулятивных интересов ("играя на повышение или понижение" рыночных цен на отдельные финансовые инструменты).

4. *Цены на финансовом рынке очень динамичны, подвержены влиянию многих объективных факторов, проявляющихся как на макро-, так и на микроуровне, поэтому их уровень меняется практически ежедневно.* Такой высокий уровень динамики цен является характерной особенностью финансового рынка в сравнении с рынком товарным, где факторы ценообразования носят более стабильный характер.

5. *Высокая роль информации об уровне цен на отдельные финансовые инструменты как в осуществлении управления финансовой деятельностью предприятия, так и в управлении экономическими процессами развития страны в целом определяют не только оперативность, но и открытость их установления.* Информация о состоянии цен на основных финансовых рынках поступает не только с региональных и национального, но и мирового рынка, оказывая существенное влияние на управление финансово-экономическими процессами на разных уровнях. Профессиональные участники финансового рынка, осуществляющие на нем спекулятивные операции, при наличии современных электронных средств связи получают информацию об уровне цен на отдельные интересующие их финансовые инструменты практически на любой момент.

6. *Публичное установление уровня цен на основные финансовые инструменты осуществляется в процессе их биржевой котировки в зависимости от складывающегося соотношения объема спроса на них и их предложения. Биржевая котировка цен осуществляется на основе заявок клиентов брокерам на покупку или продажу отдельных финансовых инструментов.*

Заявки клиентов на покупку финансовых инструментов формируют объем спроса на них на бирже по определенным уровням цен (называемых ценами спроса). Принципиальная схема формирования биржевого спроса по объему и уровню цен приведена на рис. 1.19.

Уровень цен,
усл. ден. ед.

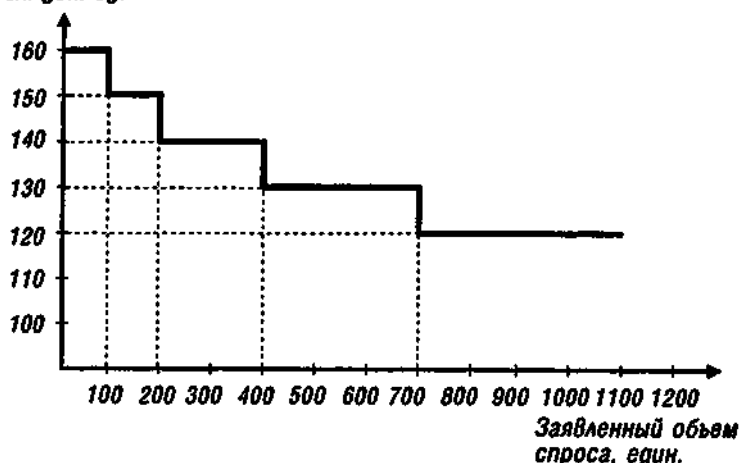


Рисунок 1.19. График формирования объема биржевого спроса на отдельные финансовые инструменты при различном уровне цен на них

Из данных рисунка видно какой объем сделок на бирже по конкретному финансовому инструменту готовы совершить покупатели, если уровень биржевых цен будет соответствовать их ожиданиям (или окажется ниже заявленного ими уровня). Так, по цене 160 усл. ден. ед. может быть куплено 100 ед. соответствующего финансового инструмента; по цене 150 усл. ден. ед. — еще 100; по цене 140 усл. ден. ед. — дополнительный объем покупки

составит 200 ед.; по цене 130 усл. ден. ед. — еще 300 ед. и наконец по цене 120 усл. ден. ед. дополнительно будет приобретено еще 400 ед. соответствующего финансового инструмента. Таким образом, совокупный объем биржевого спроса на предстоящих торгах составит 1100 ед.

Соответственно заявки клиентов на продажу финансовых инструментов формируют объем предложения на них на бирже по определенным уровням цен (называемых ценами предложения). Принципиальная схема формирования биржевого предложения по объему и уровню цен приведена на рис. 1.20.

Уровень цен,
усл. ден. ед.

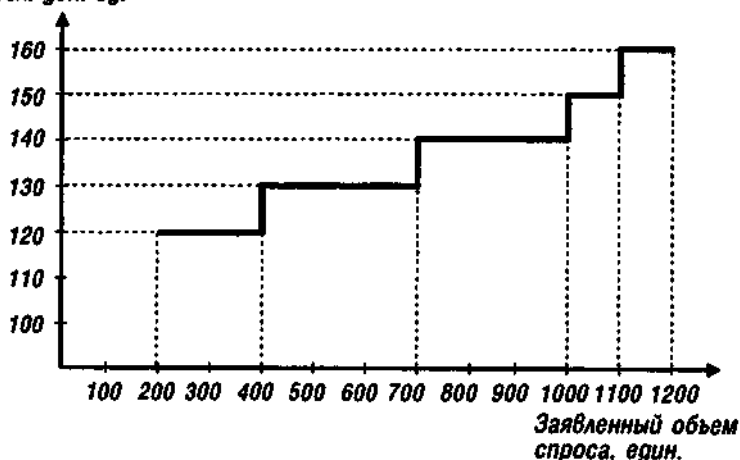


Рисунок 1.20. График формирования объема биржевого предложения на отдельные финансовые инструменты при различном уровне цен на них

Приведенный на рисунке график показывает, какой объем сделок на бирже по конкретному финансовому инструменту готовы совершить продавцы, если уровень биржевых цен будет соответствовать их ожиданиям (или окажется выше заявленного ими уровня). Так, по цене 160 усл. ден. ед. в соответствии с предложением может быть реализовано на бирже 100 ед. соответствующего финансового инструмента; по цене 150 усл. ден. ед. — еще 100; по цене 140 усл. ден. ед. — дополнительный

объем реализации составит 300 единиц; еще 300 единиц может быть продано по цене 130 усл. ден. ед.; наконец по цене 120 усл. ден. ед. объем предложения составляет 200 единиц. Таким образом, совокупный объем биржевого предложения на предстоящих торгах составит 1000 ед.

На основе заявок клиентов на покупку и продажу конкретных финансовых инструментов на бирже формируется уровень цен, обеспечивающих равновесие заявленного спроса и предложения. Характер этого формирования иллюстрируется графиком, представленным на рис. 1.21.

Уровень цен,
усл. ден. ед.

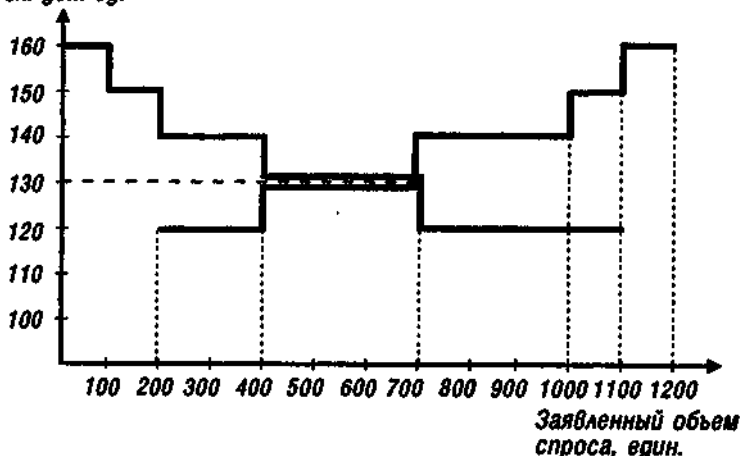


Рисунок 1.21. График формирования средних биржевых цен на отдельные финансовые инструменты, уравнивающих уровень цен спроса и предложения на них

Из данных, приведенных на рисунке, можно увидеть, что уровень равновесной биржевой цены на рассматриваемый финансовый инструмент составляет 130 усл. ден. ед. По такой цене объем его реализации по предложениям продавцов может составить 800 единиц, а по предложениям покупателей — 700 единиц. Соответственно объем биржевых сделок по этой равновесной цене будет составлять 700 единиц.

В реальной практике биржевых торгов равновесная цена под влиянием неотложности спроса или предложения (а соответственно и уступок в цене со стороны покупателей и продавцов в процессе осуществления торгов) может быть несколько смещена по отношению к расчетному ее уровню, проиллюстрированному на графике.

7. Одной из особенностей формирования цен на финансовом рынке является высокая зависимость уровня этих цен, складывающихся на национальном рынке, от соответствующего его уровня на мировом рынке. Эта зависимость характерна не только для валютного рынка (где она проявляется в наибольшей степени), но и для других видов финансовых рынков. По мере интегрированности в мировой финансовый рынок эта зависимость будет усиливаться, формируя как позитивные, так и негативные последствия в экономическом развитии страны.

8. Высокая степень влияния динамики цен на финансовом рынке на экономические процессы в стране определяет активные формы осуществления государственного регулирования этих цен с помощью соответствующих механизмов. Такими механизмами являются установление уровня учетной ставки, нормирование резервов коммерческих банков, регулирование денежного оборота путем эмиссии денег, регулирование объема эмиссии и доходности государственных ценных бумаг (в первую очередь, — облигаций) и другие. Механизм такого регулирования осуществляется во всех странах с развитой рыночной экономикой.

9. Объективность формирования цен на финансовом рынке определяет не только необходимость учета в процессе ценообразования всех необходимых факторов, влияющих на их уровень, но и информированность участников этого рынка об основных из этих факторов. Такая информационная обеспеченность участников финансового рынка (в первую очередь, рынка капитала) характеризуется понятием "эффективность рынка". Эффективным считается финансовый рынок, на котором уровень цен на отдельные финансовые инструменты быстро реагирует на внешнюю информацию при полном доступе к ней всех участников этого рынка.

В соответствии с концепцией эффективности рынка (которая является важным теоретическим положением,

определяющим механизм его функционирования), выделяют три уровня этой эффективности.

Первый уровень, характеризующий *слабую степень эффективности рынка*, отражает ситуацию, когда ценообразование на основные финансовые инструменты базируется в основном на их динамике в предшествующем периоде.

Второй уровень, характеризующий *среднюю степень эффективности рынка*, отражает ситуацию, когда ценообразование на основные финансовые инструменты кроме информации об их динамике в предшествующем периоде отражает и другую опубликованную общедоступную информацию.

Третий уровень, характеризующий *сильную степень эффективности рынка*, отражает ситуацию, когда процесс ценообразования базируется не только на общедоступной, но и неопубликованной информации, а также на результатах ее фундаментального анализа. В этом случае уровень цен на отдельные финансовые инструменты всегда будет отражать уровень их доходности, соответствующий уровню их риска. Иными словами, сильная степень эффективности рынка характеризует состояние ценообразования на основные финансовые инструменты, отражающего всю имеющуюся информацию о них.

Рассмотренные принципиальные положения характеризуют механизм функционирования финансового рынка в целом и отдельных его видов. Вместе с тем, механизм функционирования отдельных видов финансовых рынков имеет специфические особенности, определяемые показателями цены (рыночной стоимости) обращающихся на них финансовых инструментов; системой факторов, влияющих на формирование конкретного уровня цен (рыночной стоимости) этих инструментов; методах котировки (формирования) цен участниками рынка и т.п. В связи с этим представляет интерес рассмотрение основных особенностей функционирования каждого из видов финансового рынка.

1. Особенности механизма функционирования кредитного рынка заключаются прежде всего в том, что он базируется на специфических исходных элементах этого рынка — спросе на кредитные ресурсы и их предложении.

Однако главной особенностью этого рынка является то, что ценой на нем выступает ставка процента за кредит. В отличие от цен на реальные товары ставка процента за кредит формируется исходя из потребительской стоимости, а не стоимости.

В зависимости от форм обращения денежных активов на кредитном рынке ставка процента за кредит может приобретать на нем различные обличья — кредитный процент, депозитный процент, межбанковский процент, учетный процент и т.п. Различаясь по своему уровню эти виды процента за кредит не меняют своей сущности, являясь ценой кредитных ресурсов (предлагаемых к продаже денежных активов). Тем не менее в составе этих видов цен на кредитные ресурсы приоритетную роль играет учетная ставка центрального банка, динамика которой определяет движение других носителей цены на денежные активы, предлагаемые к продаже.

Учетная ставка центрального банка является регулируемым государством показателем; это регулирование осуществляется исходя из макроэкономических факторов в соответствии с финансовой политикой государства. Что касается механизма рыночного саморегулирования уровня процента за кредит, то он строится с учетом иных факторов, основными из которых являются:

- *установленный центральным банком уровень учетной ставки.* Он является минимальным нормативным показателем формирования уровня цен на кредитные ресурсы при их продаже;

- *прогнозируемый темп инфляции.* С учетом этого фактора возмещается возможная потеря реального дохода продавцов кредитных ресурсов в форме уровня инфляционной премии;

- *уровень кредитного риска.* Он характеризует риск невозврата (или несвоевременного возврата) заемщиком полученного кредита и обусловленной суммы процента по нему. Уровень кредитного риска в свою очередь определяется многими факторами, среди которых наиболее важную роль играют состояние кредитоспособности и платежеспособности заемщика, его деловая репутация и форма обеспечения кредита. Уровень кредитного риска возмещается обычно в форме уровня премии за риск;

• *уровень ликвидности кредита.* Он характеризуется сроком предоставления кредита и возмещается в форме соответствующего уровня премии за ликвидность;

• *уровень маржи.* Он представляет собой разницу между уровнем цен продажи и покупки кредитных ресурсов банком или другим кредитно-финансовыми учреждением. Маржа предназначена для покрытия операционных затрат, уплаты налоговых платежей и формирования прибыли по кредитной деятельности продавца кредитных ресурсов.

С учетом перечисленных основных факторов цена предложения денежных активов на кредитном рынке их продавцом формируется на дифференцированной основе по каждому конкретному кредиту в соответствии со следующей моделью:

$$\text{ЦП}_k = \text{УС} + \text{ИП} + \text{ПР} + \text{ПЛ} + \text{М},$$

где ЦП_k — уровень кредитного процента;

УС — уровень действующей учетной ставки центрального банка страны;

ИП — уровень инфляционной премии, приравняемый обычно к прогнозируемому темпу инфляции;

ПР — уровень премии за риск, рассчитанный исходя из уровня кредитного риска по конкретному заемщику;

ПЛ — уровень премии за ликвидность, определяемый сроком предоставления кредита с учетом оценки его будущей стоимости;

М — уровень маржи, определяемый конкретным кредитно-финансовым учреждением с учетом специфики условий осуществления его кредитной деятельности.

В процессе ценообразования на кредитном рынке могут быть учтены и другие факторы, определяющие уровень цен продаваемых денежных активов.

2. Особенности механизма функционирования рынка ценных бумаг заключается в том, что спрос на нем формируют инвесторы, а предложение — эмитенты различных фондовых инструментов. Соответственно уровнем цен на этом рынке выступают котируемые рыночные цены на отдельные виды ценных бумаг.

В основе спроса инвесторов лежит потребность в получении дохода на вложенный в приобретение ценных бумаг капитал (в форме процентов и дивидендов, а также прироста курсовой их стоимости). Уровень этого дохода не может быть ниже уровня нормы прибыли на капитал при безрисковых инвестициях. Любые иные формы инвестиционного выбора в соответствии с концепцией эффективности рынка должны приносить одинаковый уровень дохода при одинаковом уровне риска. Соответственно более высокая норма доходности по отношению к уровню риска по конкретному фондовому инструменту будет формировать более высокий объем спроса на него и наоборот.

В основе предложения эмитентов лежат, как правило, потребности в обеспечении развития реального производства (операционной деятельности) необходимыми финансовыми (инвестиционными) ресурсами, объем которых не может быть сформирован за счет внутренних источников. При этом эмиссия ценных бумаг является для хозяйствующих субъектов (или государства) лишь одной из альтернативных форм привлечения финансовых ресурсов за счет внешних источников. Если стоимость привлечения кредитных ресурсов будет ниже, чем привлечение средств на рынке ценных бумаг, их эмиссия может не состояться (при прочих равных условиях).

Таким образом, цена спроса и цена предложения на рынке ценных бумаг определяется различными экономическими интересами инвесторов и эмитентов, а соответственно и различными специфическими факторами, учитывающими условия формирования этих интересов. Реальный процесс совершения сделок на рынке ценных бумаг, а соответственно и процесс реального ценообразования, происходит только в том случае, если экономические интересы инвесторов и эмитентов совпадают. При этом определенное влияние на процесс ценообразования на этом рынке оказывает и спекулятивный капитал.

Среди факторов, формирующих объем спроса и соответственно влияющих на цены спроса на рынке ценных бумаг, основными являются следующие:

- *пропорции распределения текущего дохода инвесторов на потребление и накопление*, определяющие объем

их финансового потенциала осуществления сделок с ценными бумагами;

- *уровень доходности ценных бумаг и его соответствие уровню риска* (любое превышение первого показателя над вторым приводит к росту объема инвестиционного спроса);

- *уровень ликвидности отдельных ценных бумаг*. Он определяется общей активностью фондового рынка под влиянием макроэкономических факторов, а также инвестиционными качествами конкретных фондовых инструментов;

- *динамика уровня учетной ставки центрального банка*. Она оказывает существенное влияние на уровень доходности, а соответственно и объем спроса по долговым ценным бумагам;

- *прогнозируемый темп инфляции*. Он служит для "инфляционной очистки" уровня предполагаемого инвестиционного дохода путем включения в него премии за риск.

Среди факторов, формирующих объем предложения, а соответственно влияющих на цены предложения на рынке ценных бумаг, основными являются следующие:

- *состояние экономики и инвестиционного климата в стране*, определяющие объем инвестиционных потребностей хозяйствующих субъектов и финансовых ресурсов их удовлетворения за счет эмиссии ценных бумаг;

- *стоимость привлечения финансовых ресурсов из других альтернативных внешних источников*;

- *доступность кредитных ресурсов* на кредитном рынке в целом и для конкретного хозяйствующего субъекта, в частности;

- *уровень расходов на эмиссию конкретных видов ценных бумаг*.

С учетом факторов, формирующих реальных спрос и предложение ценных бумаг, а также спекулятивных ценообразующих факторов складываются конкретные цены на отдельные фондовые инструменты на биржевом и внебиржевом рынках.

3. Особенности механизма функционирования валютного рынка состоят в том, что ценой основного объекта продажи на нем выступает *валютный курс* (при условии покупки-продажи иностранной валюты за национальную) или *кросс-курс* (при условии покупки-продажи одной иностранной валюты за другую иностранную валюту).

Валютный курс представляет собой цену денежной единицы любой страны, выраженную в денежной единице данного государства на определенную дату. Обычно он показывает, сколько единиц национальной валюты требуется для покупки одной единицы иностранной валюты. Валютный курс представлен, как правило, двумя показателями — ценой покупки и ценой продажи валюты. Разница между этими двумя курсами формирует маржу (премию) валютных дилеров или операторов, осуществляющих обмен валют.

Кросс-курс характеризует соотношение между двумя валютами, вытекающее из их курсов по отношению к третьей валюте.

Если уровень валютного курса, выраженный в национальной валюте, в определенной мере зависит от объема спроса и предложения иностранной валюты на национальном валютном рынке, то на кросс-курс иностранных валют эти показатели влияния не оказывают.

На уровень валютного курса иностранных валют, выраженный в национальной валюте, оказывают влияние следующие основные факторы:

- *соотношение покупательной способности единицы национальной и иностранной валюты*, характеризующее термином “паритет покупательной способности валют”;

- *состояние платежного баланса сравниваемых стран*, характеризующее соотношение объема экспорта и импорта между ними;

- *формы и объемы государственных “валютных интервенций”*, отражающие способы государственного регулирования валютных курсов;

- *“бегство капитала” из страны*, характеризующее его перевод в значительных размерах в страны с более благоприятным инвестиционным климатом с целью избежания высокого налогообложения, негативных последствий риска экспроприации и т.п. Основной целью “бегства капитала” являются более выгодные и гарантированные условия его размещения в избранных странах;

- *высокие темпы инфляции*, определяющие необходимость закупки валютных активов с целью предотвращения потери реальной стоимости капитала в национальной валюте;

- *ожидаемая девальвация национальной денежной единицы.*

Котировка валют осуществляется на валютных биржах путем установления валютных (в национальных единицах) и кросс-курсов, а также путем процедуры "фиксинга" на конкретных торгах на основе сопоставления объема спроса и предложения по отдельным видам валют.

4. Особенности механизма функционирования страхового рынка заключаются в том, что спрос на отдельные виды страховых услуг формируют страхователи, а предложение — страховщики. При этом ценой страховых услуг по отдельным видам страховых продуктов выступает суммарная *"страховая премия"* (страховой взнос), которую страхователь выплачивает страховщику за принятый на себя риск.

Основными факторами, оказывающими влияние на размер страховой премии (страхового взноса) по отдельным видам страховых продуктов являются:

- вид предлагаемых страховых услуг и степень государственного регулирования условий их осуществления;
- вероятность риска (наступления страхового события) по конкретному виду страхования;
- уровень расходов страховщика по организации страховой деятельности;
- норма (или целевой уровень) прибыли страховщика;
- возможность перестрахования риска и действующие тарифные ставки по его перестрахованию;
- объем спроса на конкретные страховые услуги.

Формирование цен предложения на отдельные страховые услуги (страховые продукты) осуществляется путем *актуарных расчетов*. Методы осуществления актуарных расчетов дифференцируются в зависимости от вида страхования, широты используемой информационной базы и других условий. Результаты актуарных расчетов цены страховых услуг получают свое отражение в системе тарифных ставок, предлагаемых страховщиком по отдельным видам страховых услуг (страховых продуктов). В зависимости от конкретных условий страхования отдельных видов рисков тарифные ставки могут быть уточнены в процессе составления договора страхования.

Знание механизма функционирования отдельных видов финансовых рынков позволяет предприятию более

эффективно осуществлять операции по привлечению денежных ресурсов из внешних источников, формированию портфеля финансовых инвестиций, страхованию финансовых рисков и другим аспектам финансовой деятельности, связанной с организацией денежных потоков.

1.8. ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ, ОБСЛУЖИВАЮЩИЕ ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ПРЕДПРИЯТИЯ

В процессе организации денежных потоков предприятие выбирает соответствующие финансовые инструменты их осуществления. Финансовые инструменты представляют собой разнообразные обращающиеся финансовые документы, имеющие денежную стоимость, с помощью которых осуществляются операции на финансовом рынке.

Обращающиеся на финансовом рынке инструменты, обслуживающие операции на различных его видах и сегментах, характеризуются на современном этапе большим разнообразием. Классификация этих инструментов по основным признакам приведена на рис. 1.22.

1. По видам финансовых рынков различают следующие обслуживающие их инструменты:

а) *Инструменты кредитного рынка.* К ним относятся деньги и расчетные документы, обращающиеся на денежном рынке.

б) *Инструменты фондового рынка.* К ним относятся разнообразные ценные бумаги, обращающиеся на этом рынке (состав ценных бумаг по их видам, особенностям эмиссии и обращения утверждается соответствующими нормативно-правовыми актами).

в) *Инструменты валютного рынка.* К ним относятся иностранная валюта, расчетные валютные документы, а также отдельные виды ценных бумаг, обслуживающие этот рынок.

г) *Инструменты страхового рынка.* К ним относятся предлагаемые к продаже страховые услуги (страховые продукты), а также расчетные документы и отдельные виды ценных бумаг, обслуживающие этот рынок.

КЛАССИФИКАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

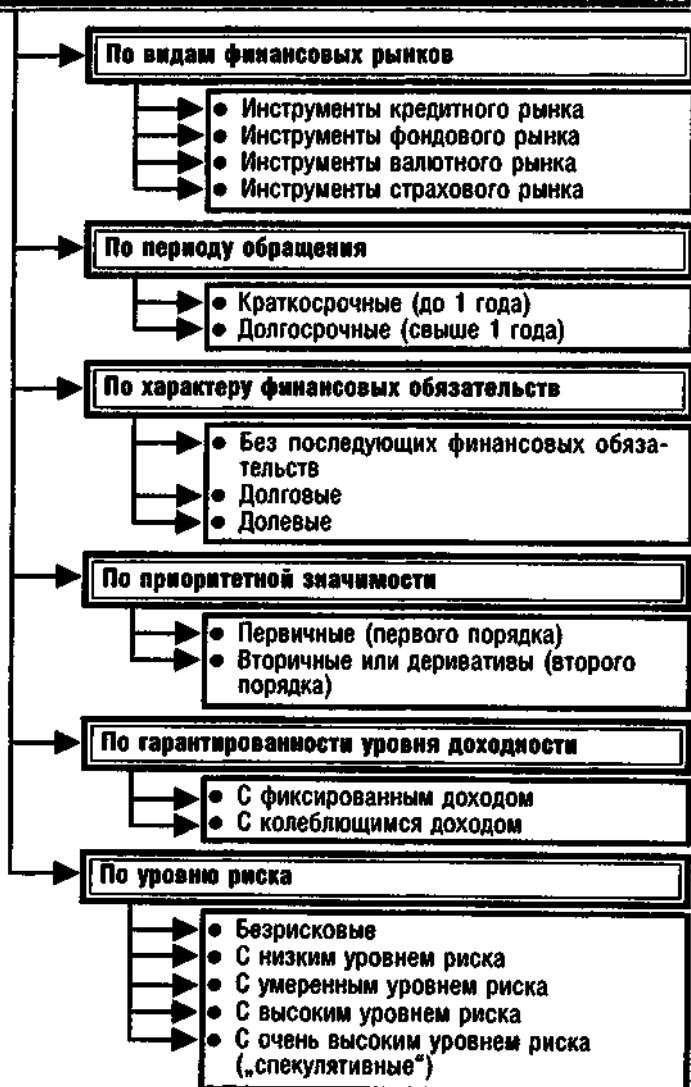


Рисунок 1.22. Классификация финансовых инструментов, обслуживающих денежные потоки предприятия, по основным признакам.

2. По виду обращения выделяют следующие виды финансовых инструментов:

а) *Краткосрочные финансовые инструменты* (с периодом обращения до одного года). Этот вид финансовых инструментов является наиболее многочисленным и призван обслуживать операции на рынке денег.

б) *Долгосрочные финансовые инструменты* (с периодом обращения более одного года). К этому виду финансовых инструментов относятся и так называемые "бессрочные финансовые инструменты", конечный срок погашения которых не установлен (например, акции). Финансовые инструменты этого вида обслуживают операции на рынке капитала.

3. По характеру финансовых обязательств финансовые инструменты подразделяются на следующие виды:

а) *Инструменты, последующие финансовые обязательства по которым не возникают* (инструменты без последующих финансовых обязательств). Они являются, как правило, предметом осуществления самой финансовой операции и при их передаче покупателю не несут дополнительных финансовых обязательств со стороны продавца (например, валютные ценности).

б) *Долевые финансовые инструменты*. Эти инструменты характеризуют кредитные отношения между их покупателем и продавцом и обязывают должника погасить в предусмотренные сроки их номинальную стоимость и заплатить дополнительное вознаграждение в форме процента (если оно не входит в состав погашаемой номинальной стоимости долгового финансового инструмента). Примером долговых финансовых инструментов выступают облигации, векселя, чеки и т.п.

в) *Долевые финансовые инструменты*. Такие финансовые инструменты подтверждают право их владельца на долю в уставном фонде их эмитента и на получение соответствующего дохода (в форме дивиденда, процента и т.п.). Долевыми финансовыми инструментами являются, как правило, ценные бумаги соответствующих видов (акции, инвестиционные сертификаты и т.п.).

4. По приоритетной значимости различают следующие виды финансовых инструментов:

а) *Первичные финансовые инструменты* (финансовые инструменты первого порядка). Такие финансовые инструменты (как правило, ценные бумаги) характеризуются их выпуском в обращение первичным эмитентом и подтверждают прямые имущественные права или отношения кредита (акции, облигации, чеки, векселя и т.п.).

б) *Вторичные финансовые инструменты или деривативы* (финансовые инструменты второго порядка) характеризуют исключительно ценные бумаги, подтверждающие право или обязательство их владельца купить или продать обращающиеся первичные ценные бумаги, валюту, товары или нематериальные активы на заранее определенных условиях в будущем периоде. Такие финансовые инструменты используются для проведения спекулятивных финансовых операций и страхования ценового риска ("хеджирования"). В зависимости от состава первичных финансовых инструментов или активов, по отношению к которым они выпущены в обращение, деривативы подразделяются на фондовые, валютные, страховые, товарные и т.п. Основными видами деривативов являются опционы, свопы, фьючерсные и форвардные контракты.

5. По гарантированности уровня доходности финансовые инструменты подразделяются на следующие виды:

а) *Финансовые инструменты с фиксированным доходом*. Они характеризуют финансовые инструменты с гарантированным уровнем доходности при их погашении (или в течение периода их обращения) вне зависимости от конъюнктурных колебаний ставки ссудного процента (нормы прибыли на капитал) на финансовом рынке.

б) *Финансовые инструменты с неопределенным доходом*. Они характеризуют финансовые инструменты, уровень доходности которых может изменяться в зависимости от финансового состояния эмитента (простые акции, инвестиционные сертификаты) или в связи с изменением конъюнктуры финансового рынка (долговые финансовые инструменты, с плавающей процентной ставкой, "привязанной" к установленной учетной ставке, курсу определенной "твердой" иностранной валюты и т.п.).

6. По уровню риска выделяют следующие виды финансовых инструментов:

а) *Безрисковые финансовые инструменты*. К ним относят обычно государственные краткосрочные ценные бумаги, краткосрочные депозитные сертификаты наиболее надежных банков, “твердую” иностранную валюту, золото и другие ценные металлы, приобретенные на короткий период. Термин “безрисковые” является в определенной мере условным, так как потенциальный финансовый риск несет в себе любой из перечисленных видов финансовых инструментов; они служат лишь для формирования точки отсчета измерения уровня риска по другим финансовым инструментам.

б) *Финансовые инструменты с низким уровнем риска*. К ним относится, как правило, группа краткосрочных долговых финансовых инструментов, обслуживающих рынок денег, выполнение обязательств по которым гарантировано устойчивым финансовым состоянием и надежной репутацией заемщика (характеризуемыми термином “первоклассный заемщик”).

в) *Финансовые инструменты с умеренным уровнем риска*. Они характеризуют группу финансовых инструментов, уровень риска по которым примерно соответствует среднерыночному.

г) *Финансовые инструменты с высоким уровнем риска*. К ним относятся финансовые инструменты, уровень риска по которым существенно превышает среднерыночный.

д) *Финансовые инструменты с очень высоким уровнем риска (“спекулятивные”)*. Такие финансовые инструменты характеризуются наивысшим уровнем риска и используются обычно для осуществления наиболее рискованных спекулятивных операций на финансовом рынке. Примером таких высокорискованных финансовых инструментов являются акции “венчурных” (рисковых) предприятий; облигации с высоким уровнем процента, эмитированные предприятием с кризисным финансовым состоянием; опционные и фьючерсные контракты и т.п.

Приведенная классификация отражает деление финансовых инструментов лишь по наиболее существенным общим признакам. Каждая из рассмотренных групп финансовых инструментов в свою очередь классифицируется по отдельным специфическим признакам, отражающим особенности их выпуска, обращения и погашения.

Рассмотрим более подробно состав и характер отдельных финансовых инструментов, обслуживающих операции по движению денежных средств предприятия на различных видах финансовых рынков.

1. Основными финансовыми инструментами кредитного рынка являются:

а) *денежные активы*, составляющие основной объект кредитных отношений между кредитором и заемщиком;

б) *чеки*, представляющие денежный документ установленной формы, содержащий приказ владельца текущего счета в банке (или другом кредитно-финансовом институте) о выплате по его предъявлении обозначенной в нем суммы денег. Различают *именной чек* (без права передачи и индоссамента); *чек на предъявителя* (который не требует передаточной надписи при его передаче другому владельцу) и *ордерный чек* (переводной чек, который может быть передан другому владельцу с помощью передаточной надписи — индоссамента);

в) *аккредитивы*, представляющие собой денежное обязательство коммерческого банка, выдаваемое им по поручению клиента-покупателя произвести расчет в пользу покупателя или другого коммерческого банка в пределах определенной в нем суммы против указанных документов. Различают *отзывные* и *безотзывные аккредитивы*, а также *аккредитивы простые* и *переводные*;

г) *векселя*, представляющие собой безусловное денежное обязательство должника (векселедателя) уплатить после наступления обозначенного в нем срока определенную сумму денег владельцу векселя (векселедержателю). В современной практике используются следующие виды векселей: *коммерческий вексель* (оформляющий расчетное денежное обязательство покупателя продукции по товарному кредиту); *банковский (или финансовый) вексель* (оформляющий денежное обязательство коммерческого банка или другого кредитно-финансового института по полученному финансовому кредиту), *налоговый вексель* (оформляющий денежное обязательство плательщика определенного вида налогового платежа рассчитаться в определенный срок по отсроченной его уплате). При совершении финансовых операций на кредитном рынке могут применяться: *процентный вексель* (выписанный на номинальную сумму долга и предусматрива-

ющий начисление процента на эту сумму в размере, согласованном сторонами вексельной сделки); *дисконтный вексель* (доход по такому векселю составляет разница между его номинальной стоимостью и ценой его приобретения). Наконец, эмитируемые вексели (они являются одним из видов ценных бумаг) подразделяются на следующие их виды: *простой вексель* (он предполагает, что эмитент векселя является одновременно и плательщиком по нему конкретному лицу или по его приказу); *переводной вексель* (он предполагает, что его держатель может отдать приказ векселедателю об уплате суммы долга по нему путем индоссамента). Если вексель хозяйствующего субъекта содержит гарантию банка, он называется "авалированным векселем";

д) *залоговые документы*. Они представляют собой оформленное долговое обязательство, обеспечивающее полученный финансовый или коммерческий кредит в форме залога или залога. В случае нарушения заемщиком условий кредитного соглашения, владелец этого долгового обязательства имеет право продать их в счет погашения его долга или получить оговоренную в нем собственность.

е) *прочие финансовые инструменты кредитного рынка*. К ним относятся дивизы, коносамент и т.п.

2. Основными финансовыми инструментами рынка ценных бумаг являются:

а) *акции*. Они представляют собой ценную бумагу, удостоверяющую участие ее владельца в формировании уставного фонда акционерного общества и дающую право на получение соответствующей доли его прибыли в форме дивиденда. Акции, обращающиеся на отечественном фондовом рынке, классифицируются по ряду признаков (рис. 1.23.).

На современном этапе развития отечественного фондового рынка акции являются наиболее широко представленным финансовым инструментом, хотя по этому показателю они существенно уступают показателям фондового рынка стран с развитой рыночной экономикой. Что касается объема финансовых операций по акциям, то он сравнительно небольшой в силу низкой ликвидности и доходности преимущественной части его видов.

б) *облигации*. Они представляют собой ценную бумагу, свидетельствующую о внесении ее владельцем денеж-

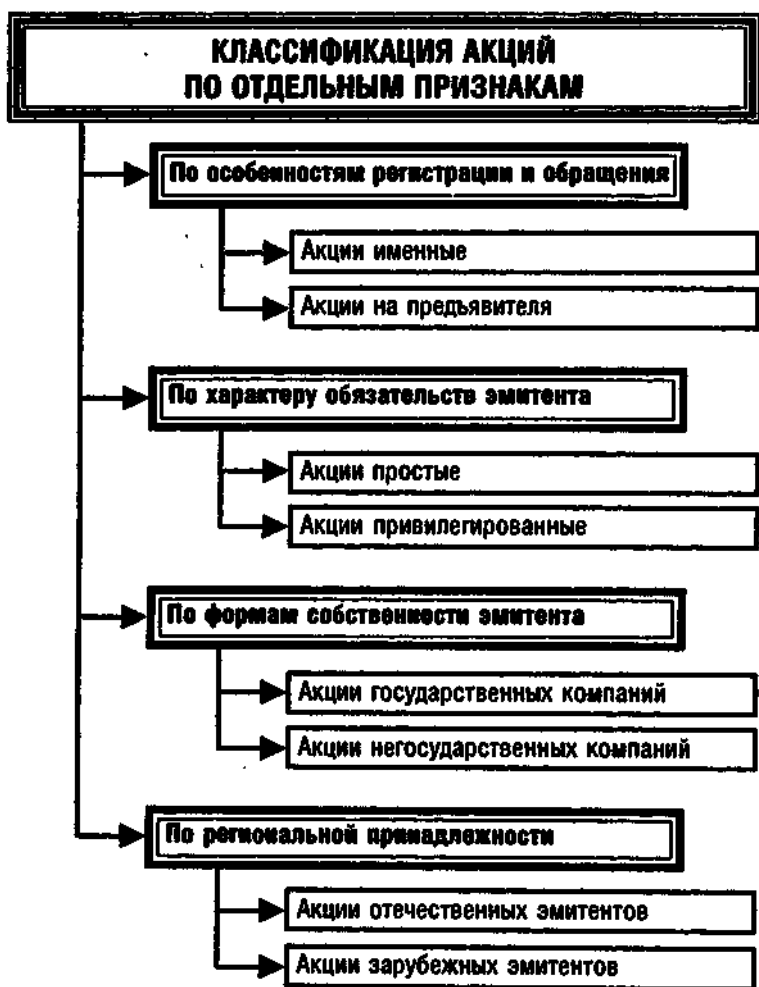


Рисунок 1.23. Классификация акций, обращающихся на фондовом рынке, по основным признакам

ных средств, и подтверждающую обязанность эмитента возместить ему номинальную стоимость этой ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено условиями выпуска).

Облигации, обращающиеся на отечественном фондовом рынке, классифицируются по ряду признаков (рис. 1.24.).

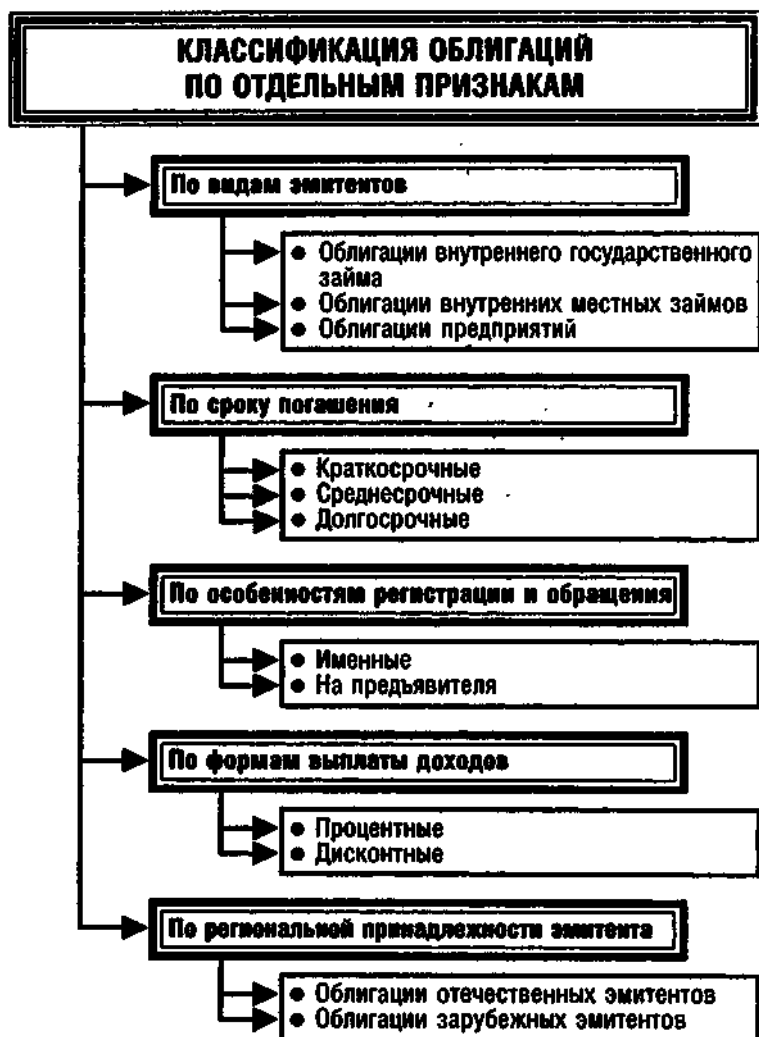


Рисунок 4.9. Классификация облигаций, обращающихся на фондовом рынке, по отдельным признакам

На современном этапе развития отечественного фондового рынка количество разновидностей обращающихся на нем облигаций сравнительно невелико (в сопоставлении с аналогичными показателями фондового рынка стран с развитой рыночной экономикой и количеством разновидностей обращающихся акций), однако по объему операций им принадлежит первое место (в первую очередь, за счет сделок по государственным облигациям).

в) *сберегательные (депозитные) сертификаты*. Они представляют собой письменное свидетельство банка (или другого кредитно-финансового института, имеющего лицензию на их выпуск) о депонировании денежных средств, которое подтверждает право вкладчика на получение после установленного срока депозита и процента по нему.

Сберегательные (депозитные) сертификаты, обращающиеся на отечественном фондовом рынке, классифицируются последующим признакам (рис. 1.25.).

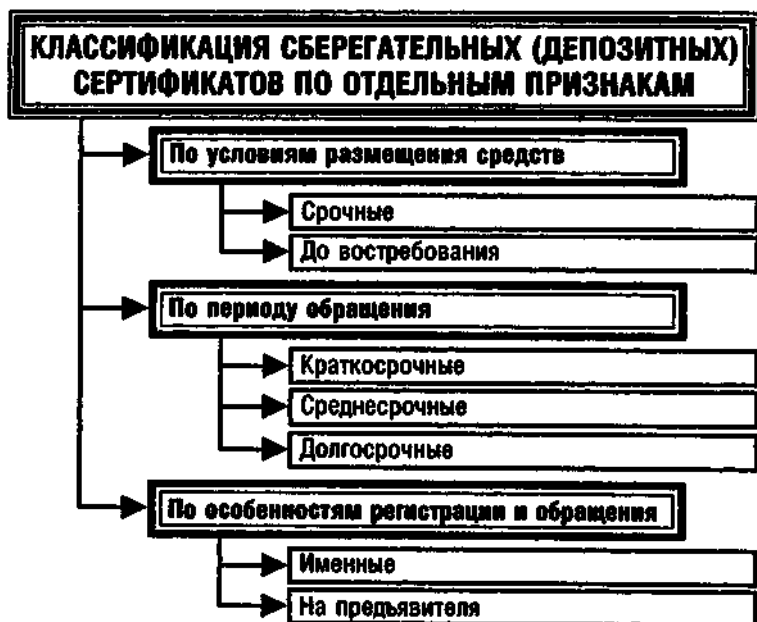


Рисунок 1.25. Классификация сберегательных (депозитных) сертификатов, обращающихся на фондовом рынке, по отдельным признакам

г) *деривативы*. Это относительно новая для нашего фондового рынка группа ценных бумаг, получавшая уже отражение в правовых нормах. К числу основных из этих ценных бумаг относятся: *опционные контракты; фьючерсные контракты; форвардные контракты, контракты "своп"* и другие.

д) *прочие финансовые инструменты фондового рынка*. К ним относятся инвестиционные сертификаты, приватизационные ценные бумаги, казначейские обязательства и другие.

3. Основными финансовыми инструментами валютного рынка являются:

а) *валютные активы*, составляющие основной объект финансовых операций на валютном рынке;

б) *документарный валютный аккредитив*, используемый в расчетах по внешнеторговым предприятиям (платежи по этому документу производятся при условии предоставления в банк требуемых коммерческих документов: счета-фактуры, транспортных и страховых документов, сертификатов качества и других);

в) *валютный банковский чек*, представляющий собой письменный приказ банка-владельца валютных авуаров за границей своему банку-корреспонденту о перечислении оговоренной в нем суммы с его текущего счета держателю чека;

г) *валютный банковский вексель*, представляющий собой расчетный документ, выставленный банком на своего зарубежного корреспондента;

д) *переводной валютный коммерческий вексель*, представляющий собой расчетный документ, выписанный импортером на кредитора или прямого экспортера продукции;

е) *валютный фьючерсный контракт*, представляющий собой финансовый инструмент осуществления сделок на валютной бирже;

ж) *валютный опционный контракт*, заключаемый на валютном рынке с правом отказа на покупку или продажу валютных активов по ранее предусмотренной цене;

з) *валютный своп*, обеспечивающий паритетный обмен валютами разных стран в процессе осуществления сделки;

и) *другие финансовые инструменты валютного рынка* (договор "репо" на валюту, валютные дивизы и т.п.).

4. Основными финансовыми инструментами страхового рынка являются:

а) *контракты на конкретные виды страховых услуг (страховых продуктов)*, составляющие основной объект финансовых операций с клиентами на страховом рынке. Эти контракты оформляются в виде специального свидетельства — “страхового полиса”, передаваемого страховой компанией страховальщику;

б) *договоры перестрахования*, используемые при формировании финансовых взаимоотношений между страховыми компаниями;

в) *аварийная подписка (аварийный бонд)* — финансовое обязательство грузополучателя уплатить свою долю убытка от общей аварии при перевозке груза.

Рассмотренная выше система основных инструментов финансового рынка находится в постоянной динамике, вызываемой изменением правовых норм государственного регулирования отдельных рынков, использованием опыта стран с развитой рыночной экономикой, финансовыми инновациями и другими факторами.

1.9. КЛАССИФИКАЦИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

Понятие “денежный поток предприятия” является агрегированным, включающим в свой состав многочисленные виды этих потоков, обслуживающих хозяйственную деятельность. В целях обеспечения эффективного целенаправленного управления денежными потоками они требуют определенной систематизации терминологии, связанной с этим процессом. В данном разделе рассматривается систематизация денежных потоков лишь по тем основным классификационным признакам, которые характеризуют общую их совокупность (внутренняя классификация отдельных видов денежных потоков будет подробно изложена в последующих разделах).

В числе основных классификационных признаков, положенных в основу систематизации денежных потоков предприятия, предлагается выделить следующие:

1. Масштаб обслуживания хозяйственного процесса
2. Виды хозяйственной деятельности
3. Направленность движения денежных средств

4. Вариативность направленности движения денежных средств
5. Метод исчисления объема денежного потока
6. Характер денежного потока по отношению к предприятию
7. Уровень достаточности объема денежного потока
8. Уровень сбалансированности объемов взаимосвязанных денежных потоков
9. Период времени
10. Формы используемых денежных средств
11. Вид используемой валюты
12. Значимость в формировании конечных результатов хозяйственной деятельности
13. Предсказуемость возникновения
14. Возможность регулирования в процессе управления
15. Возможность обеспечения платежеспособности
16. Законность осуществления
17. Метод оценки во времени
18. Непрерывность формирования в рассматриваемом периоде
19. Стабильность временных интервалов формирования.

Классификация денежных потоков предприятия в разрезе предлагаемых классификационных признаков приведена в табл. 1.3.

Таблица 1.3.

Классификация денежных потоков предприятия по основным признакам

Признаки классификации денежных потоков предприятия	Виды денежных потоков предприятия
1	2
1. По масштабам обслуживания хозяйственного процесса	• Денежный поток по предприятию в целом • Денежный поток по отдельным структурным подразделениям ("центрам ответственности") предприятия • Денежный поток по отдельным хозяйственным операциям

1	2
2. По видам хозяйственной деятельности	• Денежный поток по операционной деятельности • Денежный поток по инвестиционной деятельности • Денежный поток по финансовой деятельности
3. По направленности движения денежных средств	• Положительный денежный поток • Отрицательный денежный поток
4. По вариативности направленности движения денежных средств	• Стандартный денежный поток • Нестандартный денежный поток
5. По методу исчисления объема денежного потока	• Валовой денежный поток • Чистый денежный поток
6. По характеру денежного потока по отношению к предприятию	• Внутренний денежный поток • Внешний денежный поток
7. По уровню достаточности объема денежного потока	• Избыточный денежный поток • Дефицитный денежный поток
8. По уровню сбалансированности объемов взаимосвязанных денежных потоков	• Сбалансированный денежный поток • Несбалансированный денежный поток
9. По периоду времени	• Краткосрочный денежный поток • Долгосрочный денежный поток
10. По формам используемых денежных средств	• Наличный денежный поток • Безналичный денежный поток

Окончание таблицы 1.3.

1	2
11. По виду используемой валюты	• Денежный поток в национальной валюте • Денежный поток в иностранной валюте
12. По значимости в формировании конечных результатов хозяйственной деятельности	• Приоритетный денежный поток • Второстепенный денежный поток
13. По предсказуемости возникновения	• Полностью предсказуемый денежный поток • Недостаточно предсказуемый денежный поток • Непредсказуемый денежный поток
14. По возможности регулирования в процессе управления	• Денежный поток, поддающийся регулированию • Денежный поток, не поддающийся регулированию
15. По возможности обеспечения платежеспособности	• Ликвидный денежный поток • Неликвидный денежный поток
16. По законности осуществления	• Легальный денежный поток • Теневой денежный поток
17. По методу оценки во времени	• Настоящий денежный поток • Будущий денежный поток
18. По непрерывности формирования в рассматриваемом периоде	• Регулярный денежный поток • Нерегулярный денежный поток
19. По стабильности временных интервалов формирования	• Регулярный денежный поток с равномерными временными интервалами • Регулярный денежный поток с неравномерными временными интервалами

Рассмотрим более подробно отдельные виды денежных потоков предприятия в соответствии с приведенной их классификацией по основным признакам.

1. По масштабам обслуживания хозяйственного процесса выделяют следующие виды денежных потоков:

- *денежный поток по предприятию в целом.* Это наиболее агрегированный вид денежного потока, который аккумулирует все виды денежных потоков, обслуживающих хозяйственный процесс предприятия в целом;

- *денежный поток по отдельным структурным подразделениям (центрам ответственности) предприятия.* Такая дифференциация денежного потока предприятия определяет его как самостоятельный объект управления в системе организационно-хозяйственного построения предприятия;

- *денежный поток по отдельным хозяйственным операциям.* В системе хозяйственного процесса предприятия такой вид денежного потока следует рассматривать как первичный объект самостоятельного управления.

2. По видам хозяйственной деятельности в соответствии с международными стандартами учета выделяют следующие виды денежных потоков:

- *денежный поток по операционной деятельности.* Он характеризуется денежными выплатами поставщикам сырья и материалов; сторонним исполнителям отдельных видов услуг, обеспечивающих операционную деятельность; заработной платы персоналу, занятому в операционном процессе, а также осуществляющему управление этим процессом; налоговых платежей предприятия в бюджеты всех уровней и во внебюджетные фонды; другими выплатами, связанными с осуществлением операционного процесса. Одновременно этот вид денежного потока отражает поступления денежных средств от покупателей продукции; от налоговых органов в порядке осуществления перерасчета излишне уплаченных сумм и некоторые другие платежи, предусмотренные международными и национальными стандартами учета;

- *денежный поток по инвестиционной деятельности.* Он характеризует платежи и поступления денежных средств, связанные с осуществлением реального и финансового инвестирования, продажей выбывающих основных средств и нематериальных активов, ротацией долгосроч-

ных финансовых инструментов инвестиционного портфеля и другие аналогичные потоки денежных средств, обслуживающие инвестиционную деятельность предприятия;

- *денежный поток по финансовой деятельности*. Он характеризует поступления и выплаты денежных средств, связанные с привлечением дополнительного акционерного и паевого капитала, получением долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов, уплатой в денежной форме дивидендов и процентов по вкладам собственников и некоторые другие денежные потоки, связанные с осуществлением внешнего финансирования хозяйственной деятельности предприятия.

Характеристика основных денежных потоков по отдельным видам хозяйственной деятельности предприятия в рамках его совокупного денежного потока представлена на рис. 1.26.

3. По направленности движения денежных средств выделяют два основных вида денежных потоков:

- *положительный денежный поток*, характеризующий совокупность поступлений денежных средств на предприятие от всех видов хозяйственных операций (в качестве аналога этого термина используется термин “приток денежных средств”);

- *отрицательный денежный поток*, характеризующий совокупность выплат денежных средств предприятием в процессе осуществления всех видов его хозяйственных операций (в качестве аналога этого термина используется термин “отток денежных средств”);

Характеризуя эти виды денежных потоков, следует обратить внимание на высокую степень их взаимосвязи. Недостаточность объемов во времени одного из этих потоков обуславливает последующее сокращение объемов другого вида этих потоков. Поэтому в системе управления денежными потоками предприятия оба эти вида денежных потоков представляют собой единый (комплексный) управляемый объект.

4. По вариативности направленности движения денежных средств различают следующие виды денежных потоков:

- *стандартный денежный поток*. Он характеризует такой вид денежного потока, в котором его направленность меняется не более одного раза (начиная или

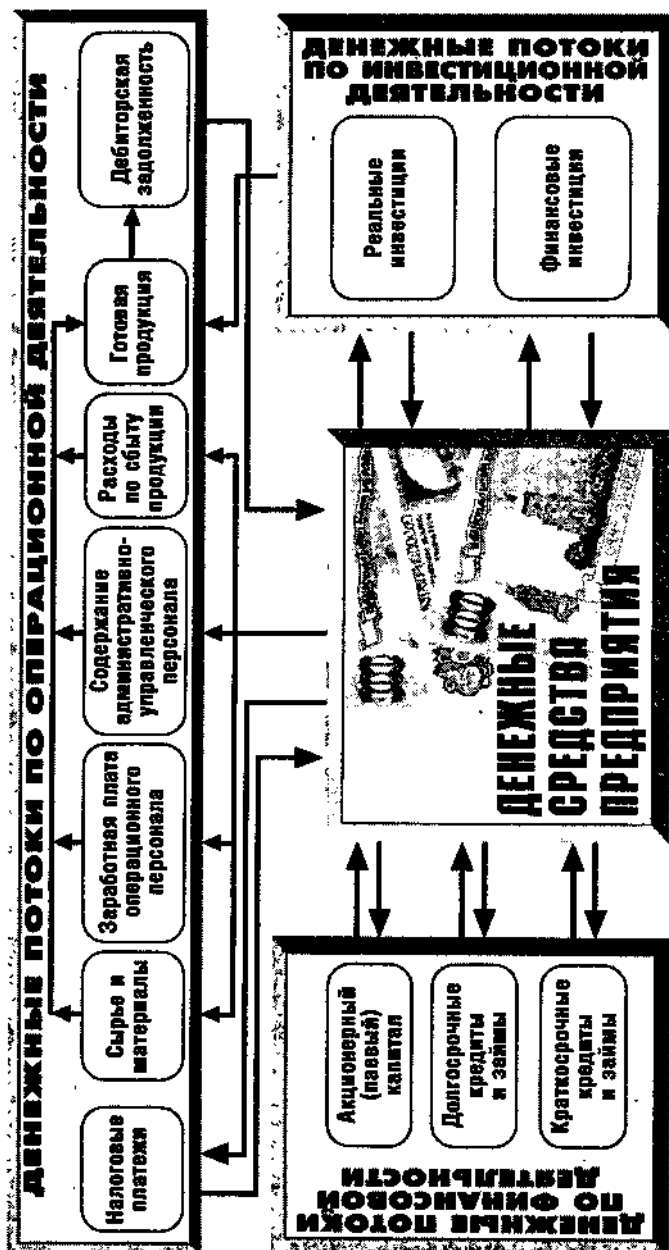


Рисунок 1.26. Характеристика денежных потоков предприятия в разрезе видов его хозяйственной деятельности.

завершая его). Примером такого вида денежного потока является инвестирование капитала в долгосрочную облигацию (если по ней не предусматривается реинвестирование дохода в приобретение аналогичных финансовых инструментов).

• *нестандартный денежный поток*. Он характеризует такой вид денежного потока, в котором его направленность изменяется более одного раза. Примером такого вида денежного потока является инвестирование капитала в портфель финансовых инструментов с постоянным реинвестированием полученного дохода в последующее его расширение.

5. По методу исчисления объема выделяют следующие виды денежных потоков предприятия:

• *валовой денежный поток*. Он характеризует всю совокупность поступлений или расходования денежных средств в рассматриваемом периоде времени в разрезе отдельных его интервалов;

• *чистый денежный поток*. Он характеризует разницу между положительным и отрицательным денежными потоками (между поступлением и расходованием денежных средств) в рассматриваемом периоде времени в разрезе отдельных его интервалов. Чистый денежный поток является важнейшим результатом хозяйственной деятельности предприятия, во многом определяющим финансовое равновесие и темпы возрастания его рыночной стоимости. Расчет чистого денежного потока по предприятию в целом, отдельным структурным его подразделениям (центрам ответственности), различным видам хозяйственной деятельности или отдельным хозяйственным операциям осуществляется по следующей формуле:

$$\text{ЧДП} = \text{ПДП} - \text{ОДП},$$

где ЧДП — сумма чистого денежного потока в рассматриваемом периоде времени;

ПДП — сумма положительного денежного потока (поступлений денежных средств) в рассматриваемом периоде времени;

ОДП — сумма отрицательного денежного потока (расходования денежных средств) в рассматриваемом периоде времени.

Как видно из этой формулы, в зависимости от соотношения объемов положительного и отрицательного потоков сумма чистого денежного потока может характеризоваться как положительной, так и отрицательной величинами, определяющими конечный результат соответствующей хозяйственной деятельности предприятия и влияющими в конечном итоге на формирование размера остатка его денежных активов.

6. По характеру денежного потока по отношению к предпринятию он подразделяется на два вида:

- **внутренний денежный поток.** Он характеризует совокупность поступления и расходования денежных средств в рамках предприятия. Эти поступления и выплаты связаны с операциями, обусловленными денежными отношениями предприятия с персоналом, учредителями (акционерами), дочерними структурными подразделениями и т.п. В общем денежном потоке предприятия его внутренний денежный поток занимает небольшой удельный вес;

- **внешний денежный поток.** Этот вид денежного потока обслуживает операции предприятия, связанные с его денежными отношениями с хозяйственными партнерами (поставщиками сырья и материалов, покупателями продукции, коммерческими банками, страховыми компаниями и т.п.) и государственными органами (налоговыми органами, таможенными службами, арбитражным судом и т.п.). Объем этого вида денежного потока составляет преимущественную часть совокупного денежного потока предприятия.

7. По уровню достаточности объема выделяют следующие виды денежных потоков предприятия:

- **избыточный денежный поток.** Он характеризует такой денежный поток, при котором поступления денежных средств существенно превышают реальную потребность предприятия в целенаправленном их расходовании. Свидетельством избыточного денежного потока является высокая положительная величина чистого денежного потока, не используемого в процессе осуществления хозяйственной деятельности предприятия;

- **дефицитный денежный поток.** Он характеризует такой денежный поток, при котором поступления денежных средств существенно ниже реальных потребностей

предприятия в целенаправленном их расходовании. Даже при положительном значении суммы чистого денежного потока он может характеризоваться как дефицитный, если эта сумма не обеспечивает плановую потребность в расходовании денежных средств по всем предусмотренным направлениям хозяйственной деятельности предприятия. Отрицательное же значение суммы чистого денежного потока автоматически делает этот поток дефицитным.

8. По уровню сбалансированности объемов взаимосвязанных денежных потоков различают следующие их виды:

- **сбалансированный денежный поток.** Он характеризует такой вид совокупного денежного потока по отдельной хозяйственной операции, структурному подразделению ("центру ответственности") или предприятию в целом, по которому обеспечена сбалансированность между объемами положительного и отрицательного их видов (с учетом предусмотренного прироста запаса денежных средств). Балансовая связь между отдельными видами денежных потоков в этом случае имеет следующий вид:

$$\text{ПДП} = \text{ОДП} + \Delta\text{ЗДС},$$

где ПДП — сумма положительного денежного потока (поступления денежных средств) в рассматриваемом периоде времени;

ОДП — сумма отрицательного денежного потока (расходования денежных средств) в рассматриваемом периоде времени;

$\Delta\text{ЗДС}$ — предусмотренный прирост суммы запаса денежных средств в рассматриваемом периоде времени;

- **несбалансированный денежный поток.** Он характеризует такой вид совокупного денежного потока по отдельной хозяйственной операции, структурному подразделению ("центру ответственности") или предприятию в целом, по которому выше рассмотренная балансовая связь не обеспечивается. В рамках предприятия в целом несбалансированным является как дефицитный, так и избыточный совокупный денежный поток.

9. По периоду времени выделяют два основных вида денежного потока:

- **краткосрочный денежный поток.** Он характеризует такой денежный поток, по которому период от начала денежных поступлений или выплат до полного их завершения не превышает одного года;

- **долгосрочный денежный поток.** Он характеризует такой денежный поток, по которому период от начала денежных поступлений или выплат до полного их завершения превышает один год.

Классификация денежного потока по этому признаку используется, как правило, для характеристики отдельных хозяйственных операций предприятия. Краткосрочный денежный поток характерен для преимущественной части хозяйственных операций, связанных с операционной и частично с финансовой деятельностью предприятия (получение, обслуживание и возврат краткосрочных кредитов и займов). Долгосрочный денежный поток характерен для преимущественной части хозяйственных операций, связанных с инвестиционной (реализация реальных инвестиционных проектов, инвестирование в акции и долгосрочные облигации) и частично с финансовой деятельностью предприятия (получение, обслуживание и возврат долгосрочных кредитов и займов).

10. По формам использования денежных средств различают следующие виды денежного потока:

- **наличный денежный поток.** Он характеризует ту часть совокупного денежного потока предприятия, которая обслуживается непосредственно наличными деньгами (банкнотами, казначейскими билетами, разменной монетой). Наличный денежный поток предприятия является составной частью налично-денежного обращения страны;

- **безналичный денежный поток.** Он характеризует ту часть совокупного денежного потока предприятия, которая обслуживается разнообразными кредитными и депозитными инструментами финансового рынка (чеками, кредитными карточками, аккредитивами, векселями, банковскими депозитами и т.п.).

Между наличным и безналичным денежными потоками предприятия существует тесная взаимосвязь. Она обусловлена тем, что наличные и кредитные (безналичные) деньги постоянно переходят из одной сферы денежного обращения в другую, изменяя при этом свою форму. Поступление безналичных денежных средств на счета предприятия в обслуживающем его банке являет-

ся неперенным условием выдачи ему наличных денег. И наоборот — неиспользуемые предприятием наличные деньги (в течение предусмотренного законодательством срока) должны быть переведены в безналичную форму путем их зачисления на соответствующие счета в банке.

11. По виду используемой валюты выделяют следующие виды денежного потока предприятия:

- *денежный поток в национальной валюте.* Он характеризует денежный поток, который обслуживается деньгами, эмитированными соответствующими государственными органами данной страны;

- *денежный поток в иностранной валюте.* Он характеризует денежный поток, который обслуживается валютой других стран. На предприятии такой денежный поток связан, как правило, с осуществлением внешнеэкономических хозяйственных операций.

При агрегировании этих двух видов денежного потока в единый денежный поток предприятия учитывается влияние изменения денежных курсов в рассматриваемом периоде на остаток денежных средств.

12. По значимости в формировании конечных результатов хозяйственной деятельности различают следующие два вида денежного потока предприятия:

- *приоритетный денежный поток.* Он характеризует такой вид денежного потока, по отдельным хозяйственным операциям или видам деятельности, который генерирует высокий уровень формирования чистого денежного потока (или чистой прибыли). Приоритетным считается денежный поток, связанный с реализацией продукции, осуществлением высокодоходных инвестиционных операций и т.п.;

- *второстепенный денежный поток.* Он характеризует такой вид денежного потока, который в силу своей функциональной направленности или незначительного объема не оказывает существенного влияния на формирование конечных результатов хозяйственной деятельности. Примером такого денежного потока является выдача под отчет и возврат подотчетными лицами денежных средств.

13. По предсказуемости возникновения выделяют следующие виды денежных потоков:

- *полностью предсказуемый денежный поток.* Он характеризует такой вид денежного потока, объем и время

осуществления которого могут быть полностью детерминированы заранее. Примером такого вида денежного потока является амортизационный поток, денежный поток по обслуживанию и возврату полученных кредитных средств и т.п.;

• *недостаточно предсказуемый денежный поток.* Он характеризует такой вид денежного потока, объем и время осуществления которого не могут быть полностью детерминированы заранее в связи с возможными изменениями факторов внешней среды. Примером такого вида денежного потока является поступление денежных средств от реализации продукции (в связи с колебаниями конъюнктуры рынка), получение дивидендов по акциям (в связи с колеблемостью результатов хозяйственной деятельности их эмитентов) и т.п.;

• *непредсказуемый денежный поток.* Он характеризует такой вид денежного потока, который связан с чрезвычайными событиями в процессе осуществления предприятием операционной, инвестиционной или финансовой деятельности, а также отдельными заранее не планируемыми операциями (например, уплата или получение штрафных санкций).

Классификация денежных потоков предприятия по предсказуемости их возникновения используется обычно в процессе их планирования и оптимизации.

14. По возможности регулирования в процессе управления выделяют:

• *денежный поток, поддающийся регулированию.* Он характеризует такой вид денежного потока, который может быть изменен во времени или по объему по желанию менеджеров (при целесообразности такого изменения в процессе хозяйственной деятельности). Примером такого вида денежного потока является продажа продукции предприятия в кредит, эмиссия акций или облигаций и т.п.;

• *денежный поток, не поддающийся регулированию.* Он характеризует такой вид детерминированного денежного потока, который не может быть изменен во времени или по объему менеджерами предприятия без отрицательных последствий для конечных результатов его хозяйственной деятельности. Примером такого вида денежного потока являются налоговые платежи предприятия, платежи по обслуживанию и возврату его долга (если кредиторами не осуществлена заранее его реструктуризация) и т.п.

Такая классификация денежных потоков используется на предприятии в процессе их оптимизации во времени или по объемам.

15. По возможности обеспечения платежеспособности различают следующие два вида денежного потока предприятия:

- *ликвидный денежный поток.* Он характеризует такой вид денежного потока предприятия, по которому соотношение положительного и отрицательного его видов равно или превышает единицу в каждом интервале рассматриваемого периода времени, т.е. соблюдается условие

$$\frac{\text{ПДП}}{\text{ОДП}} \geq 1,$$

где ПДП — сумма валового положительного денежного потока предприятия в каждом из интервалов рассматриваемого периода времени;

ОДП — сумма валового отрицательного денежного потока предприятия в каждом из интервалов рассматриваемого периода времени;

- *неликвидный денежный поток.* Он характеризует такой вид денежного потока предприятия, по которому соотношение положительного и отрицательного его видов меньше единицы в отдельных интервалах рассматриваемого периода времени (и по периоду в целом), т.е. соблюдается условие:

$$\frac{\text{ПДП}}{\text{ОДВ}} < 1,$$

где ПДП — сумма валового положительного денежного потока предприятия в отдельных интервалах рассматриваемого периода времени;

ОДВ — сумма валового отрицательного денежного потока предприятия в отдельных интервалах рассматриваемого периода времени.

16. По законности осуществления разделяют такие виды денежного потока предприятия:

- *легальный денежный поток.* Он характеризует поступления и выплаты денежных средств, которые полностью соответствуют действующим в стране правовым нормам;

- *теневой денежный поток.* Он характеризует поступления и выплаты денежных средств, осуществляе-

мые с нарушениями действующих в стране правовых норм и связанные с уклонением от налогообложения.

Широко используемая на современном этапе экономического развития страны практика осуществления "теневых денежных потоков" в значительной степени является своеобразной реакцией предприятия на установленные государством жесткие "правила игры" в экономике и денежном обращении, в первую очередь, на неоправданно высокий уровень налогообложения предпринимательской деятельности. Рост объема "теневого денежного потока" в хозяйственной деятельности предприятий служит для государства своеобразным индикатором низкой эффективности принимаемых решений в области организации денежного обращения и налогового регулирования предпринимательской деятельности с позиций соблюдения паритета интересов как государства, так и отдельных хозяйствующих субъектов.

17. По методу оценки во времени выделяют следующие виды денежного потока:

- *настоящий денежный поток*. Он характеризует денежный поток предприятия как единую сопоставимую его величину, приведенную по стоимости к текущему моменту времени;

- *будущий денежный поток*. Он характеризует денежный поток предприятия как единую сопоставимую его величину, приведенную по стоимости к конкретному предстоящему моменту времени. Понятие будущий денежный поток может использоваться и как номинальная его величина в предстоящем моменте времени (или в разрезе предстоящих интервалов будущего периода), которая применяется для дисконтирования в целях приведения к настоящей стоимости.

Рассматриваемые виды денежного потока предприятия отражают содержание концепции оценки стоимости денег во времени применительно к хозяйственным операциям предприятия.

18. По непрерывности формирования в рассматриваемом периоде различают следующие виды денежных потоков предприятия:

- *регулярный денежный поток*. Он характеризует поток поступления или расходования денежных средств по отдельным хозяйственным операциям (денежным потокам одного вида), который в рассматриваемом пери-

оде времени осуществляется постоянно по отдельным интервалам этого периода. Характер регулярного носят большинство видов денежных потоков, генерируемых операционной деятельностью предприятия; потоки, связанные с обслуживанием финансового кредита во всех его формах; денежные потоки, обеспечивающие реализацию долгосрочных реальных инвестиционных проектов и т.п.;

• *дискретный денежный поток*. Он характеризует поступление или расходование денежных средств, связанное с осуществлением единичных хозяйственных операций предприятия в рассматриваемом периоде времени. Характер дискретного денежного потока носит одноразовое расходование денежных средств, связанное с приобретением предприятием целостного имущественного комплекса, покупкой лицензии франчайзинга; поступлением финансовых средств в порядке безвозмездной помощи и т.п.

Рассматривая эти виды денежных потоков предприятия, следует обратить внимание на то, что они различаются лишь в рамках конкретного временного интервала. При определенном минимальном временном интервале все денежные потоки предприятия могут рассматриваться как дискретные. И наоборот — в рамках жизненного цикла предприятия преимущественная часть его денежных потоков носит регулярный характер.

19. По стабильности временных интервалов формирования регулярные денежные потоки характеризуются следующими видами:

• *регулярный денежный поток с равномерными временными интервалами в рамках рассматриваемого периода*. Такой денежный поток поступления или расходования денежных средств носит характер аннуитета;

• *регулярный денежный поток с неравномерными временными интервалами в рамках рассматриваемого периода*. Примером такого денежного потока может служить график лизинговых платежей за арендуемое имущество с согласованными сторонами неравномерными интервалами времени их осуществления на протяжении срока лизингования актива.

Рассмотренная классификация позволяет целенаправленно осуществлять учет, анализ и планирование денежных потоков различных видов на предприятии.

Глава 2.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

2.1. СУЩНОСТЬ, ЦЕЛЬ И ЗАДАЧИ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

Управление денежными потоками представляется одним из наиболее значимых функциональных направлений системы финансового менеджмента, тесно связанное с другими системами управления предприятия. Управление денежными потоками органически входит в систему управления доходами и затратами, управления движением активов и капитала, управления всеми аспектами операционной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия.

В нашей стране многие аспекты управления денежными потоками предприятия, составляющие основной объект рассматриваемой функциональной системы управления, находятся пока лишь в стадии становления, сталкиваясь с объективными экономическими трудностями переходного периода, недостаточно развитым финансовым рынком в целом и отдельными его сегментами, несовершенством нормативно-правовой базы, неразработанностью многих методических вопросов, недостаточным уровнем подготовки специалистов в этой области. Дальнейшее продвижение страны по пути рыночных реформ, расширение теоретической базы и адаптация современного зарубежного практического опыта к нашим условиям хозяйствования позволят занять управлению денежными потоками предприятия достойное место в общей системе финансового менеджмента.

Управление денежными потоками представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с формированием, распределением и использованием денежных средств предприятия и организацией их оборота.

Эффективное управление денежными потоками предприятия обеспечивается реализацией ряда принципов, основными из которых являются (рис. 2.1):



Рисунок 2.1. Основные принципы управления денежными потоками

1. **Интегрированность с общей системой управления предприятием.** В какой бы сфере деятельности предприятия не принималось управленческое решение, оно прямо или косвенно оказывает влияние на формирование денежных потоков и конечные результаты его хозяйствования. Управление денежными потоками тесно связано со всеми иными направлениями финансового менеджмента, с операционным, инвестиционным, инновационным и некоторыми другими видами функционального менеджмента. Это определяет необходимость органической интегрированности управления денежными потоками с другими функциональными управляющими системами и общей системой управления предприятием.

2. **Комплексный характер формирования управленческих решений.** Все управленческие решения в области формирования и использования денежных средств и организации их оборота теснейшим образом взаимосвязаны и оказывают прямое или косвенное воздействие

на конечные результаты хозяйственной деятельности предприятия в целом. Поэтому управление денежными потоками должно рассматриваться как комплексная функциональная управляющая система, обеспечивающая разработку взаимозависимых управленческих решений, каждое из которых вносит свой вклад в общую результативность хозяйственной деятельности предприятия.

3. Высокий динамизм управления. Даже наиболее эффективные управленческие решения, связанные с формированием и использованием денежных средств, а также оптимизацией их оборота, разработанные и реализованные на предприятии в предшествующем периоде, не всегда могут быть повторно использованы на последующих этапах его хозяйственной деятельности. Прежде всего, это связано с высокой динамикой факторов внешней среды на стадии перехода к рыночной экономике, и в первую очередь — с изменением конъюнктуры финансового или товарного рынков. Кроме того, меняются во времени и внутренние условия функционирования предприятия, особенно на этапах перехода к последующим стадиям его жизненного цикла. Поэтому системе управления денежными потоками должен быть присущ высокий динамизм, учитывающий изменение факторов внешней среды, потенциала формирования денежных ресурсов, темпов экономического развития, форм организации операционной, инвестиционной и финансовой деятельности, финансового состояния и других параметров функционирования предприятия.

4. Вариативность подходов к разработке отдельных управленческих решений. Реализация этого принципа предполагает, что подготовка каждого управленческого решения в сфере формирования и использования денежных средств и организации их оборота должна учитывать альтернативные возможности действий. При наличии альтернативных проектов управленческих решений их выбор для реализации должен быть основан на системе критериев, определяющих финансовую идеологию, финансовую стратегию или конкретную финансовую политику предприятия по отдельным аспектам его хозяйственной деятельности. Система таких критериев в области управления денежными потоками устанавливается самим предприятием.

5. Ориентированность на стратегические цели развития предприятия. Какими бы эффективными не казались те или иные проекты управленческих решений в области организации денежных потоков в текущем периоде, они должны быть отклонены, если они вступают в противоречие с миссией (главной целью деятельности) предприятия, стратегическими направлениями его развития, подрывают его экономическую базу формирования высоких размеров денежных ресурсов в предстоящем периоде.

Эффективная система управления денежными потоками, организованная с учетом изложенных принципов, создает основу высоких темпов развития предприятия, сбалансированности объемов основных видов его хозяйственной деятельности, достижения высоких конечных результатов этой деятельности и постоянного роста его рыночной стоимости.

С учетом содержания и принципов управления денежными потоками предприятия формируются его цели и задачи.

Рассматривая главную цель управления денежными потоками предприятия, следует отметить, что она неразрывно связана с главной целью финансового менеджмента в целом и реализуется с ней в едином комплексе. С развитием финансового менеджмента менялись и подходы экономистов к определению его главной цели. В генезисе этой проблемы можно выделить три основных подхода.

1. Классическая экономическая теория утверждала, что главной целью финансовой деятельности предприятия является **максимизация прибыли**. Эта цель вытекала из положения А. Смита, что максимизация прибыли отдельным субъектом хозяйствования ведет к максимизации всего общественного благосостояния [overall economic welfare]. Впервые она была четко сформулирована в 1938 году французским экономистом А. Курно и затем развита в работах представителей неоклассической школы. Реализация этой цели обеспечивалась путем достижения равенства показателей предельного дохода и предельных затрат предприятия.

Однако впоследствии эта формулировка главной цели финансовой деятельности предприятия была подвергнута критике многими экономистами. Так, было до-

казано, что максимизация прибыли далеко не всегда обеспечивает необходимые темпы экономического развития предприятия. Полученная высокая по сумме и уровню прибыль может быть полностью израсходована на цели текущего потребления, в результате чего предприятие будет лишено основного источника формирования собственных финансовых ресурсов для своего предстоящего развития (а неразвивающееся предприятие утрачивает в перспективе достигнутую конкурентную позицию на рынке, сокращает потенциал приращения собственного капитала за счет внутренних источников, что в конечном итоге приводит к снижению его рыночной стоимости).

Кроме того, высокий уровень прибыли предприятия может достигаться при высоком уровне финансового риска, связанного с формированием и использованием денежных средств и генерирующего угрозу банкротства. Поэтому в рыночных условиях максимизация прибыли может выступать как одна из важнейших задач финансовой деятельности предприятия или как критерий оценки эффективности его денежного оборота, но не как главная цель финансового управления.

2. Теория устойчивого экономического роста, развиваемая многими последующими экономистами, главной целью финансовой деятельности выдвигает обеспечение финансового равновесия предприятия в процессе его развития. По их мнению реализация этой цели обеспечивает длительное безкризисное развитие предприятия и поступательное расширение объема его хозяйственной деятельности. Вместе с тем, такая цель финансовой деятельности предприятия, минимизируя уровень финансовых рисков, связанных с формированием и использованием денежных средств, не позволяет реализовать в полной мере все резервы роста эффективности их использования. Кроме того, механизм реализации этой цели недостаточно связан с колебаниями конъюнктуры финансового и товарного рынков, которые изменяют параметры условий денежного оборота конкретного предприятия при заданных темпах его экономического развития. В связи с изложенным, достижение и поддержание финансового равновесия не может рассматриваться как главная цель финансовой деятельности предприятия

(хотя и является одной из важных задач финансового менеджмента).

3. Современная экономическая теория в качестве главной цели финансовой деятельности предприятия выдвигает обеспечение максимизации благосостояния собственников предприятия, которое получает конкретное выражение в максимизации рыночной стоимости предприятия. Это положение разделяется всеми современными теоретиками в области финансового менеджмента, так как по их мнению данная цель наилучшим образом реализует финансовые интересы владельцев предприятия. В этой главной цели получают отражение факторы времени, доходности и риска, что является более полным отражением мотивации финансовой деятельности предприятия.

С учетом изложенного, главной целью финансового менеджмента (а соответственно и управления денежными потоками) является обеспечение максимизации благосостояния собственников предприятия в текущем и перспективном периоде.

В процессе реализации своей главной цели управление денежными потоками предприятия направлено на решение следующих основных задач (табл. 2.1).

1. **Формирование достаточного объема денежных ресурсов предприятия в соответствии с потребностями его предстоящей хозяйственной деятельности.** Эта задача реализуется путем определения потребности в необходимом объеме денежных ресурсов предприятия на предстоящий период, установления системы источников их формирования в предусматриваемом объеме, обеспечения минимизации стоимости их привлечения на предприятие.

2. **Оптимизация распределения сформированного объема денежных ресурсов предприятия по видам хозяйственной деятельности и направлениям использования.** В процессе реализации этой задачи обеспечивается необходимая пропорциональность в направлении денежных ресурсов предприятия на развитие его операционной, инвестиционной и финансовой деятельности; в рамках каждого из видов деятельности выбираются наиболее эффективные направления использования денежных ресурсов, обеспечивающие достижение наилучших конечных результатов хозяйственной деятельности и стратегических целей развития предприятия в целом.

**Система основных задач, направленных
на реализацию главной цели управления
денежными потоками**

Главная цель управления денежными потоками	Основные задачи управления денежными потоками, направленные на реализацию его главной цели
ОБЕСПЕЧЕНИЕ МАКСИМАЛЬНОГО БЛАГОСОСТОЯНИЯ СОБСТВЕННИКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ В ТЕКУЩЕМ И ПЕРСПЕКТИВНОМ ПЕРИОДЕ	1. Формирование достаточного объема денежных ресурсов предприятия в соответствии с потребностями его предстоящей хозяйственной деятельности 2. Оптимизация распределения сформированного объема денежных ресурсов предприятия по видам хозяйственной деятельности и направлениям использования 3. Обеспечение высокого уровня финансовой устойчивости предприятия в процессе его развития 4. Поддержание постоянной платежеспособности предприятия 5. Максимизация чистого денежного потока, обеспечивающая заданные темпы экономического развития предприятия на условиях самофинансирования 6. Обеспечение минимизации потерь стоимости денежных средств в процессе их хозяйственного использования на предприятии

3. Обеспечение высокого уровня финансовой устойчивости предприятия в процессе его развития. Такая финансовая устойчивость предприятия обеспечивается формированием рациональной структуры источников привлечения денежных средств, и в первую очередь, — соотношением объема их привлечения из собственных и заемных источников; оптимизацией объемов привлечения денежных средств по предстоящим срокам их

возврата; формированием достаточного объема денежных ресурсов, привлекаемых на долгосрочной основе; своевременной реструктуризацией обязательств по возврату денежных средств в условиях кризисного развития предприятия.

4. Поддержание постоянной платежеспособности предприятия. Эта задача решается в первую очередь за счет эффективного управления остатками денежных активов и их эквивалентов; формирования достаточного объема их страховой (резервной) части; обеспечения равномерности поступления денежных средств на предприятие; обеспечения синхронности формирования входящего и выходящего денежных потоков; выбора наилучших средств платежа в расчетах с контрагентами по хозяйственным операциям.

5. Максимизация чистого денежного потока, обеспечивающая заданные темпы экономического развития предприятия на условиях самофинансирования. Реализация этой задачи обеспечивается за счет формирования денежного оборота предприятия, генерирующего наибольший объем прибыли в процессе операционной, инвестиционной и финансовой его деятельности; выбора эффективной амортизационной политики предприятия; своевременной реализацией используемых активов; реинвестированием временно свободных денежных средств.

6. Обеспечение минимизации потерь стоимости денежных средств в процессе их хозяйственного использования на предприятии. Денежные активы и их эквиваленты теряют свою стоимость под влиянием факторов времени, инфляции, риска и т.п. Поэтому в процессе организации денежного оборота на предприятии следует избегать формирования чрезмерных запасов денежных средств (если это не вызывается потребностями хозяйственной практики), диверсифицировать направления и формы использования денежных ресурсов, избегать отдельных видов финансовых рисков или обеспечивать их страхование.

Все рассмотренные задачи управления денежными потоками предприятия теснейшим образом взаимосвязаны, хотя отдельные из них и носят разнонаправленный характер (например, поддержание постоянной платежеспо-

способности и минимизация потерь стоимости денежных средств в процессе их использования). Поэтому в процессе управления денежными потоками предприятия отдельные задачи должны быть оптимизированы между собой для наиболее эффективной реализации его главной цели. Ранжирование отдельных задач управления денежными потоками осуществляется путем задания весов каждой из них исходя из их приоритетности с позиций развития предприятия и финансового менталитета его собственников или менеджеров.

2.2. ФУНКЦИИ И МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

Система управления денежными потоками реализует свою главную цель и основные задачи путем осуществления определенных функций. Эти функции подразделяются на две основные группы, определяемые комплексным содержанием рассматриваемой системы управления:

1. Функции управления денежными потоками предприятия как управляющей системы. Эти функции являются составными частями любого процесса управления (любой управляющей системы) вне зависимости от вида деятельности предприятия, его организационно-правовой формы, размера, формы собственности и т.п. В теории управления эти функции характеризуются как *общие*.

2. Функции управления денежными потоками как специальной области управления предприятием. Состав этих функций определяется конкретным объектом данной управляющей системы. Теория управления рассматривает эти функции как *специфические*.

В наиболее общем виде состав основных функций управления денежными потоками в разрезе этих групп представлен на рисунке 2.3.

Рассмотрим содержание основных функций управления денежными потоками предприятия в разрезе отдельных групп.

В группе функций управления денежными потоками как управляющей системы основными из них являются:

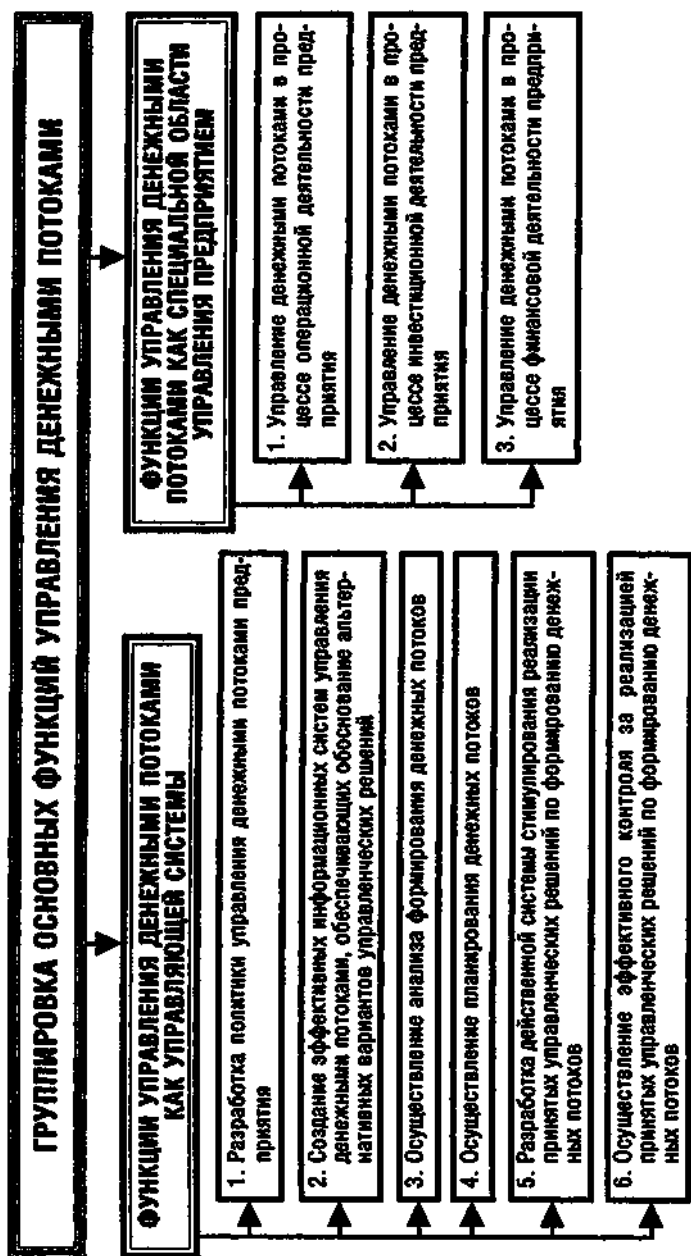


Рисунок 2.3. Характеристика основных функций управления денежными потоками в разрезе отдельных групп

1. *Разработка политики управления денежными потоками предприятия.* В процессе реализации этой функции исходя из общей стратегии развития предприятия, оценки его внутреннего экономического потенциала и прогноза параметров внешней экономической среды формируется система целей и целевых финансовых показателей управления денежными потоками на долгосрочный период; определяются приоритетные задачи формирования и распределения денежных ресурсов, решаемые в ближайшей перспективе и разрабатывается политика действий предприятия по основным направлениям привлечения и использования денежных средств. Политика управления денежными потоками предприятия рассматривается как неотъемлемая составная часть общезкономической и финансовой стратегии его развития.

2. *Создание эффективных информационных систем управления денежными потоками, обеспечивающих обоснование альтернативных вариантов управленческих решений.* В процессе реализации этой функции должны быть определены объемы и содержание информационных потребностей системы управления денежными потоками; сформированы внешние и внутренние источники привлечения информации, удовлетворяющие эти потребности; организован постоянный мониторинг основных параметров формирования денежных потоков предприятия, а также условий внешней экономической среды.

3. *Осуществление анализа формирования денежных потоков.* В процессе реализации этой функции проводится экспресс-анализ отдельных финансовых операций, связанных с формированием положительных и отрицательных денежных потоков; исследуется уровень и динамика основных показателей эффективности денежных потоков в разрезе отдельных видов деятельности предприятия и его "центров ответственности"; осуществляется фундаментальный анализ факторов, влияющих на отдельные показатели денежных потоков в рассматриваемом периоде.

4. *Осуществление планирования денежных потоков.* Реализация этой функции связана с разработкой системы текущих планов и оперативных бюджетов по всем основным направлениям формирования денежных потоков

предприятия. Основой такого планирования является разработанная политика управления денежными потоками, требующая конкретизации на каждом этапе поступательного движения предприятия к поставленным стратегическим целям.

5. Разработка действенной системы стимулирования реализации управленческих решений по формированию денежных потоков. В процессе реализации этой функции формируется система поощрений и санкций в разрезе руководителей и менеджеров отдельных структурных подразделений предприятия за выполнение или невыполнение установленных целевых финансовых показателей, финансовых нормативов и плановых заданий в области формирования денежных потоков. Индивидуализация системы стимулирования обеспечивается путем внедрения на предприятии контрактной формы оплаты труда руководителей и финансовых менеджеров.

6. Осуществление эффективного контроля за реализацией принятых управленческих решений по формированию денежных потоков. Реализация этой функции управления денежными потоками связана с созданием систем внутреннего контроля на предприятии; разделением контрольных обязанностей отдельных служб и финансовых менеджеров; определением системы контролируемых показателей и контрольных периодов; оперативным реагированием на результаты осуществляемого контроля.

В группе функций управления денежными потоками как специальной области управления предприятием основными из них являются:

1. Управление денежными потоками в процессе операционной деятельности предприятия. Функциями этого управления являются управление доходами, текущими затратами, налоговыми платежами, рисками и остатками денежных средств при осуществлении основной деятельности предприятия — производстве и реализации его продукции.

2. Управление денежными потоками в процессе инвестиционной деятельности предприятия. Функциями этого управления являются оптимизация пропорций денежных ресурсов по основным формам и направлениям

инвестиционной деятельности предприятия; оценка инвестиционной привлекательности отдельных реальных проектов и финансовых инструментов и отбор наиболее эффективных из них по критерию уровня доходности и риска; обеспечение финансирования реальных инвестиционных программ (формирования портфеля финансовых инвестиций) и своевременной окупаемости инвестиций.

3 Управление денежными потоками в процессе финансовой деятельности предприятия. Функциями этого управления являются оптимизация источников привлечения капитала в денежной форме для развития хозяйственной деятельности предприятия; обеспечение минимизации стоимости привлечения этого капитала; организация обслуживания и своевременного возврата суммы основного долга.

Основные функции управления денежными потоками как специальной области управления предприятием рассмотрены в наиболее агрегированном виде. Каждая из этих функций может быть конкретизирована более целенаправленно с учетом специфики хозяйственной деятельности отдельных предприятий. При осуществлении такой конкретизации может быть построена многоуровневая функциональная система управления денежными потоками предприятия. Принципиальная схема построения такой детализированной многоуровневой функциональной системы управления денежными потоками приведена на рис. 2.4.

Процесс управления денежными потоками базируется на определенном механизме. Механизм управления денежными потоками представляет собой систему основных элементов, регулирующих процесс разработки и реализации управленческих решений в этой области. В структуру механизма управления денежными потоками входят следующие элементы (рис. 2.5).

1. Рыночный механизм регулирования денежных потоков предприятия. Этот механизм формируется прежде всего в сфере финансового рынка (в первую очередь, рынка ценных бумаг), а также товарного рынка (в первую очередь, рынка средств производства, предметов труда и готовой продукции) в разрезе отдельных их

ФУНКЦИИ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ КАК СПЕЦИАЛЬНОЙ ОБЛАСТИ УПРАВЛЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЕМ

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

**Управление денежными потоками в процессе
производства и реализации продукции**

- Управление доходами от реализации продукции
- Управление издержками производства и обращения
- Управление налоговыми платежами
- Управление операционными рисками

**Управление денежными потоками при осуществлении
других видов операционной деятельности**

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

**Управление денежными потоками в процессе
реального инвестирования**

- Управление финансированием реальных инвестиционных проектов
- Управление доходностью и рисками реализуемых инвестиционных проектов

**Управление денежными потоками в процессе
финансового инвестирования**

- Управление финансированием формируемого портфеля
- Управление доходностью и рисками портфеля финансовых инвестиций

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Управление стоимостью привлекаемого денежного капитала

Управление структурой привлекаемого денежного капитала

Управление обслуживанием и возвратом долга

Рисунок 2.4. Многоуровневая многофункциональная система управления денежными потоками предприятия



Рисунок 2.5. Характеристика основных элементов механизма управления денежными потоками предприятия

сегментов. Спрос и предложение на этих рынках формируют уровень цен и котировок по отдельным приобретаемым или реализуемым активам, определяют эффективность использования отдельных инструментов инвестирования, выявляют среднюю норму доходности капитала и среднерыночный уровень риска его использования. По мере углубления рыночных отношений роль рыночного механизма регулирования денежных потоков предприятий, будет возрастать.

2. Государственное нормативно-правовое регулирование денежных потоков предприятия. Сложность и многогранность деятельности предприятий в этой области в условиях перехода к рыночной экономике определяют необходимость государственного ее регулирования. Как свидетельствует мировой опыт, такое многоаспектное государственное регулирование осуществляется во всех странах с развитой рыночной экономикой, не вступая при этом в противоречие с широкой самостоятельностью предприятий в выборе направлений и форм организации денежных потоков. На современном этапе система государственного регулирования в этой области

включает: регламентирование форм расчетов по отдельным хозяйственным операциям, порядок осуществления наличных и безналичных платежей, налоговое регулирование, регулирование норм и методов амортизации основных средств и нематериальных активов, регулирование порядка формирования информационной базы управления денежными потоками и т.п. Характеризуя сложившуюся базу государственных нормативно-правовых актов в сфере регулирования денежных потоков предприятия, следует отметить, что она далеко не завершена и требует дальнейшего развития.

3. Внутренний механизм регулирования отдельных аспектов формирования денежных потоков предприятия. Механизм такого регулирования формируется в рамках самого предприятия, соответствующим образом регламентируя те или иные оперативные управленческие решения по вопросам эффективности функционирования его денежных потоков. Так, ряд аспектов формирования денежных потоков регулируется требованиями устава предприятия. Отдельные из этих аспектов регулируются разработанной на предприятии политикой управления денежными потоками. Кроме того, на предприятии может быть разработана и утверждена система внутренних нормативов и требований по отдельным аспектам формирования денежных потоков.

4. Система конкретных методов и приемов осуществления управления денежными потоками предприятия. В процессе анализа, планирования и контроля деятельности предприятия, связанной с функционированием его денежных потоков, используется обширная система методов и приемов, с помощью которых достигаются необходимые результаты. К числу основных из них относятся методы: технико-экономических расчетов, балансовый, экономико-статистические, экономико-математические, сравнения и другие (их содержание будет подробно рассмотрено в последующих разделах).

Эффективный механизм управления денежными потоками позволяет в полном объеме реализовать стоящие перед ним цели и задачи, способствует результативному осуществлению функций этого управления.

Глава 3.

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ СИСТЕМЫ ОБЕСПЕЧЕНИЯ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

3.1. ИНФОРМАЦИОННАЯ СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

Эффективность каждой управляющей системы в значительной мере зависит от ее информационного обеспечения. Чем больший объем денежных потоков предприятия, чем более диверсифицированы они по видам и направлениям хозяйственной деятельности, а также по отдельным хозяйственным операциям, тем выше становится роль качественной информации, необходимой для эффективного управления ими.

Информационная система (или система информационного обеспечения) управления денежными потоками представляет собой функциональный комплекс, обеспечивающий процесс непрерывного целенаправленного подбора соответствующих информативных показателей, необходимых для осуществления анализа, планирования и подготовки оперативных управленческих решений по всем аспектам их формирования на предприятии.

Содержание системы информационного обеспечения управления денежными потоками, ее широта и глубина определяются отраслевыми особенностями деятельности предприятий, их организационно-правовой формой функционирования, объемом и степенью диверсификации хозяйственной деятельности и рядом других условий. Конкретные показатели этой системы формируются за счет как *внешних* (находящихся вне предприятия), так и *внутренних* источников информации. В разрезе каждой из групп этих источников вся совокупность показателей, включаемых в информационную систему управления денежными потоками, предварительно классифицируется.

Система показателей информационного обеспечения управления денежными потоками, формируемых из внешних источников, делится на четыре основные группы (рис. 3.1).

ПОКАЗАТЕЛИ, ФОРМИРУЕМЫЕ ИЗ ВНЕШНИХ ИСТОЧНИКОВ ИНФОРМАЦИИ

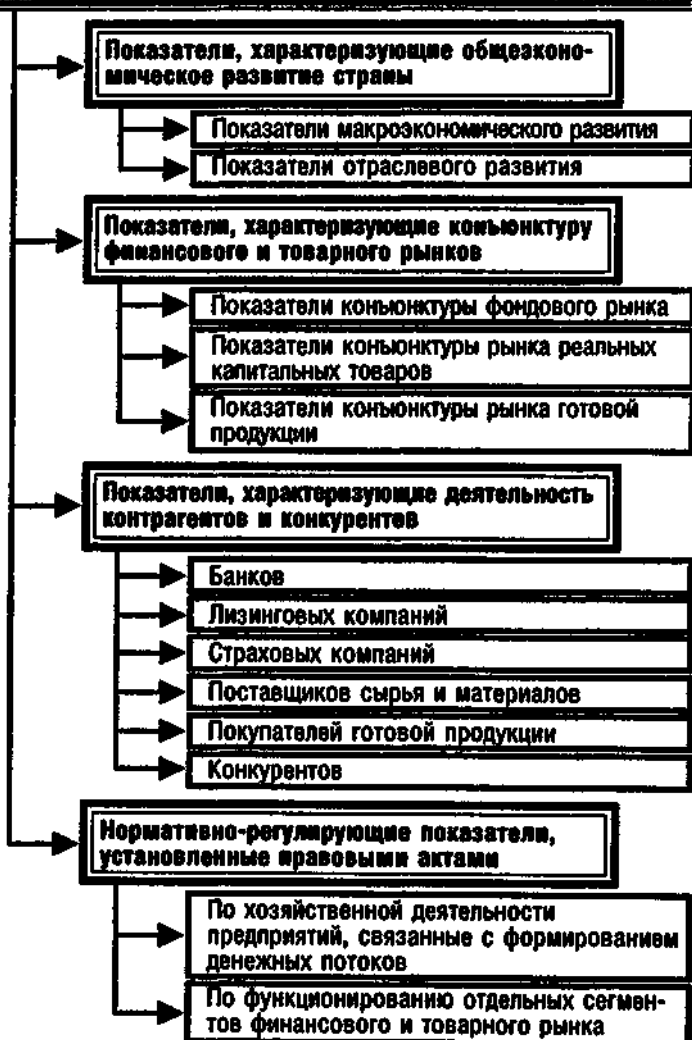


Рисунок 3.1. Система показателей информационного обеспечения управления денежными потоками, формируемых из внешних источников

1. Показатели, характеризующие общеэкономическое развитие страны. Система информативных показателей этой группы служит основой проведения анализа и прогнозирования условий внешней экономической среды функционирования предприятия при принятии важнейших решений в области организации денежных потоков. Формирование системы показателей этой группы основывается на публикуемых данных государственной статистики.

Показатели, входящие в состав первой группы подразделяются на два блока.

В первом блоке — *“Показатели макроэкономического развития”* — содержатся следующие основные информативные показатели:

- темп изменения объема внутреннего валового продукта;
- темп изменения объема национального дохода;
- индекс инфляции;
- учетная ставка центрального банка.

Во втором блоке — *“Показатели отраслевого развития”* — содержатся следующие основные информативные показатели по отрасли, к которой принадлежит предприятие:

- темп изменения объема производства (реализации) продукции;
- средняя доходность и рентабельность реализации продукции;
- средняя издержкосемкость производства и реализации продукции;
- ставки налогообложения доходов, издержек и прибыли по основной деятельности;
- индекс цен на продукцию отрасли в рассматриваемом периоде;
- темп изменения объема инвестиционной деятельности предприятий отрасли;
- удельный вес собственного и заемного капитала, используемого в процессе осуществления хозяйственной деятельности предприятий отрасли.

2. Показатели, характеризующие конъюнктуру финансового и товарного рынков. Система информативных показателей этой группы служит для принятия управленческих решений в сфере формирования денежных потоков по операционной деятельности, формирования портфеля финансовых инвестиций, обеспечение эффек-

тивного оборота денежных средств. Формирование системы показателей этой группы основывается на публикациях периодических массовых и коммерческих изданий; фондовой и товарных бирж, а также на соответствующих электронных источниках информации.

В этой группе информативных показателей выделяются обычно три основных блока.

В первом блоке — *“Показатели конъюнктуры фондового рынка”* — содержатся следующие основные информативные данные:

- виды основных фондовых инструментов, обращающихся на биржевом и внебиржевом фондовом рынке;
- котируемые цены предложения и спроса основных видов фондовых инструментов;
- объемы и цены сделок по основным видам фондовых инструментов;
- сводный индекс динамики цен на фондовом рынке.

Во втором блоке — *“Показатели конъюнктуры рынка реальных капитальных товаров”* — содержатся такие основные информативные показатели:

- виды средств труда, связанные с отраслевой спецификой предприятия, обращающиеся на биржевом и внебиржевом товарных рынках;
- виды нематериальных активов, предлагаемых на рынке;
- виды сырья и материалов, предлагаемых на биржевом и внебиржевом товарных рынках;
- котируемые цены предложения и спроса основных реальных капитальных товаров;
- объемы и цены сделок по основным видам реальных капитальных товаров на биржевом рынке;
- индекс динамики цен на основные капитальные товары.

В третьем блоке — *“Показатели конъюнктуры рынка готовой продукции”* — содержатся следующие основные информативные данные:

- объемы спроса и предложения в соответствующих сегментах регионального рынка готовой продукции предприятия;
- диапазон цен на отдельные виды готовой продукции с учетом их позиционирования на рынке;
- индекс динамики цен на основные виды готовой продукции на региональном (а в отдельных случаях — и мировом) рынке.

3. Показатели, характеризующие деятельность контрагентов и конкурентов. Система информативных показателей этой группы используется в основном для принятия оперативных управленческих решений по отдельным аспектам формирования денежных средств предприятия. Эти показатели формируются обычно в разрезе следующих блоков: *“Банки”*; *“Лизинговые компании”*; *“Страховые компании”*; *“Поставщики сырья и материалов”*; *“Покупатели готовой продукции”*; *“Конкуренты”*. Источником формирования показателей этой группы служат публикации отчетных материалов в прессе (по отдельным видам хозяйствующих субъектов такие публикации являются обязательными); соответствующие рейтинги компаний с основными результативными показателями их деятельности (по банкам, страховым компаниям); платные бизнес-справки, предоставляемые информационными фирмами (действующими на легитимной основе).

Состав информативных показателей каждого блока определяется конкретными целями управления денежными потоками.

4. Нормативно-регулирующие показатели, установленные соответствующими правовыми актами. Система этих показателей учитывается в процессе подготовки управленческих решений, связанных с особенностями государственного регулирования денежных потоков предприятия. Эти показатели формируются, как правило, в разрезе двух блоков: *“Нормативно-регулирующие показатели по различным аспектам хозяйственной деятельности предприятий, связанные с формированием денежных потоков”* и *“Нормативно-регулирующие показатели, связанные с функционированием отдельных сегментов финансового и товарного рынков”*. Источником формирования показателей этой группы являются нормативно-правовые акты, принимаемые различными органами государственного управления.

Система показателей информационного обеспечения управления денежными потоками, формируемых из внутренних источников, делится на три группы (рис. 3.2).

1. Показатели, характеризующие результаты формирования денежных потоков по предприятию в целом. Система информативных показателей этой группы широко используется как внешними, так и внутренними пользователями.

ПОКАЗАТЕЛИ, ФОРМИРУЕМЫЕ ИЗ ВНУТРЕННИХ ИСТОЧНИКОВ ИНФОРМАЦИИ



Рисунок 3.2. Система показателей информационного обеспечения управления денежными потоками, формируемых из внутренних источников

Она применяется в процессе экспресс-анализа, текущего планирования и разработки политики управления денежными потоками. Эта информация дает наиболее обобщенную характеристику формирования денежных потоков предприятия в том или ином отчетном периоде. Формирование системы показателей этой группы основывается на данных стандартизированного финансового учета предприятия.

Показатели, входящие в состав этой группы подразделяются на три основных блока.

В первом блоке — *“Показатели, характеризующие движение денежных средств”* — содержатся данные соответствующей формы финансового отчета предприятия. Эти показатели сгруппированы в разрезе операционной, инвестиционной и финансовой деятельности и характеризуют как поступление, так и расходование отдельных видов денежных средств. По данным этого отчета может быть определен объем чистого денежного потока предприятия и динамика остатка его денежных средств в рассматриваемом периоде.

Во втором блоке — *“Показатели, характеризующие обобщенные конечные финансовые результаты хозяйственной деятельности”* — содержатся данные “Отчета о финансовых результатах” за соответствующий период. Этот отчет состоит из трех разделов. В первом разделе — *“Финансовые результаты”* — отражаются сумма доходов (выручки) от реализации продукции (товаров, работ, услуг); налогов и сборов, уплачиваемых за счет дохода; чистого дохода от реализации продукции; себестоимости реализованной продукции; других операционных и внеоперационных доходов; прибыли или убытка. Во втором разделе — *“Элементы операционных затрат”* — отражаются основные их виды и объемы в отчетном периоде в сравнении с предшествующим периодом (материальные затраты, затраты на оплату труда, амортизация и т.п.). В третьем разделе — *“Расчет показателей прибыльности акций”* — приводятся данные о размере прибыли и дивидендов на одну простую акцию.

В третьем блоке — *“Показатели, характеризующие движение отдельных видов активов и капитала”* — содержатся данные отчетного Баланса предприятия. Они

дают представление о динамике стоимости отдельных видов оборотных и внеоборотных активов предприятия, а также о составе используемого им собственного и заемного капитала.

2. Показатели, характеризующие формирование денежных потоков в разрезе отдельных структурных подразделений предприятия. Система этой группы показателей используется для текущего и оперативного управления практически всеми аспектами формирования денежных потоков предприятия по всем видам его хозяйственной деятельности. Формирование системы показателей этой группы основывается на данных организуемого на предприятии управленческого учета.

Этот вид учета получает развитие в связи с переходом предприятий нашей страны к общепринятой в международной практике системе бухгалтерского учета, который позволяет существенно дополнить учет финансовый. Он представляет собой систему учета всех необходимых показателей, формирующих информационную базу оперативных управленческих решений (в основном, в области управления формированием и использованием прибыли) и планирования деятельности предприятия в предстоящем периоде.

В сравнении с финансовым управленческий учет обладает следующими основными преимуществами: он отражает не только стоимостные, но и натуральные значения показателей (а следовательно и тенденции изменения цен на сырье, готовую продукцию и т.п.); периодичность представления результатов управленческого учета полностью соответствует потребности в информации для принятия оперативных решений (при необходимости информация может предоставляться даже ежедневно); этот учет может быть структурирован в любом разрезе — по центрам ответственности, видам финансовой деятельности и т.п. (при одновременном агрегировании показателей в целом по предприятию); он может отражать отдельные денежные потоки с учетом темпов инфляции, стоимости денег во времени и т.п. Результаты этого учета являются коммерческой тайной предприятия и не должны предоставляться внешним пользователям.

В процессе построения системы информационного обеспечения управления денежными потоками управленческий учет призван формировать группы показателей, отражающих объемы деятельности, сумму и состав затрат, сумму и состав получаемых доходов и других. Эти группы показателей формируются в процессе управленческого учета обычно по следующим блокам:

- по региональным подразделениям предприятия;
- по "центрам ответственности" предприятия.

3. Внутренние нормативно-плановые показатели, связанные с формированием денежных потоков предприятия. Эти показатели используются в процессе текущего и оперативного контроля за ходом формирования и использования денежных средств предприятия. Они формируются непосредственно на предприятии по двум блокам.

В первом блоке — *"Система внутренних нормативов, регулирующих различные аспекты формирования денежных потоков предприятия"*, — содержатся нормативы (целевые показатели) удельного расхода денежных средств; минимальной ликвидности активов и т.п.

Во втором блоке — *"Система плановых показателей формирования денежных потоков"* — содержится вся совокупность показателей текущих и оперативных планов хозяйственной деятельности предприятия, связанных с рассматриваемым объектом управления.

Использование всех представляющих интерес показателей, формируемых из внешних и внутренних источников, позволяет создать на каждом предприятии целенаправленную систему информационного обеспечения управления денежными потоками, ориентированную как на принятие долгосрочных решений, так и на эффективное текущее управление ими.

3.2 СИСТЕМЫ И МЕТОДЫ АНАЛИЗА 3.2. ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Важной составной частью механизма управления денежными потоками предприятия являются системы и методы их анализа.

Анализ денежных потоков представляет собой процесс исследования результативных показателей их фор-

мирования на предприятии с целью выявления резервов дальнейшего повышения эффективности их функционирования.

Для решения конкретных задач аналитического исследования применяются ряд специальных систем и методов анализа денежных потоков, позволяющих получить комплексную количественную оценку результатов их многоаспектного функционирования на предприятии как в статике, так и в динамике. В теории финансового менеджмента в зависимости от используемых методов различают следующие системы анализа, проводимого на предприятии при исследовании функционирования денежных потоков: горизонтальный финансовый анализ; вертикальный финансовый анализ; сравнительный финансовый анализ; анализ финансовых коэффициентов; интегральный финансовый анализ (рис. 3.3).

I. Горизонтальный (или трендовый) финансовый анализ базируется на изучении динамики отдельных финансовых показателей во времени. В процессе использования этой системы анализа рассчитываются темпы роста (прироста) отдельных показателей финансовой отчетности за ряд периодов и определяются общие тенденции их изменения (или тренда). В системе управления денежными потоками наибольшее распространение получили следующие виды горизонтального (трендового) финансового анализа:

1. *Исследование динамики показателей денежного потока отчетного периода в сопоставлении с показателями предшествующего периода* (например, с показателями предшествующего месяца, квартала, года).

2. *Исследование динамики показателей денежных потоков отчетного периода в сопоставлении с показателями аналогичного периода прошлого года* (например, показателей второго квартала отчетного периода с аналогичными показателями второго квартала предшествующего года). Этот вид горизонтального финансового анализа применяется на предприятиях с ярко выраженными сезонными особенностями хозяйственной деятельности.

3. *Исследование динамики показателей денежного потока за ряд предшествующих периодов*. Целью этого вида анализа является выявление тенденции изменения

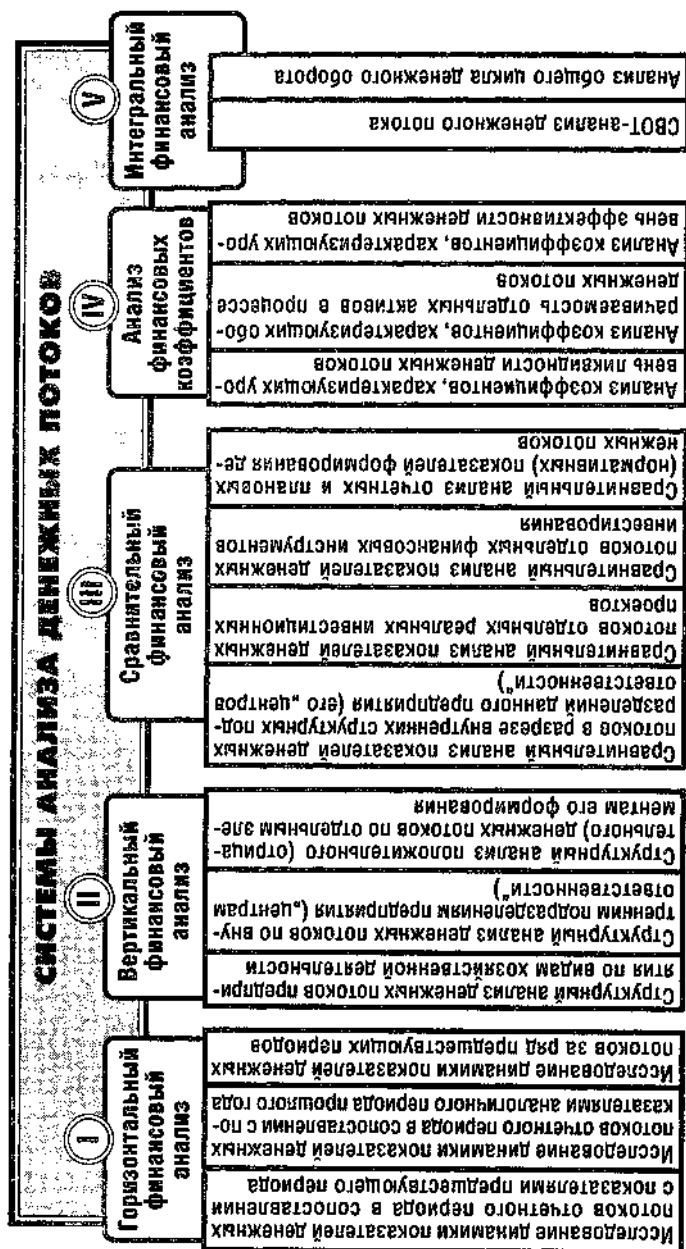
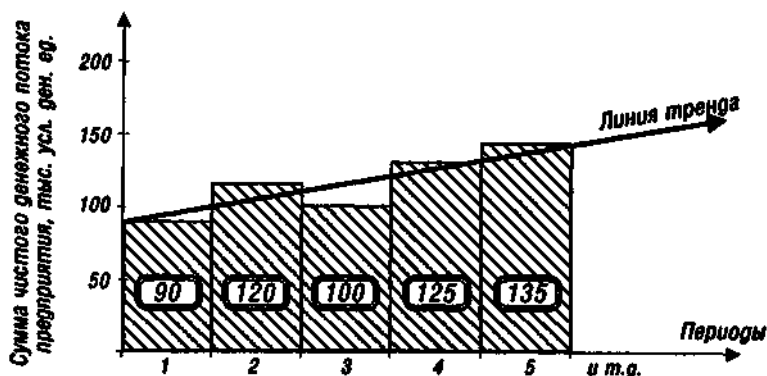
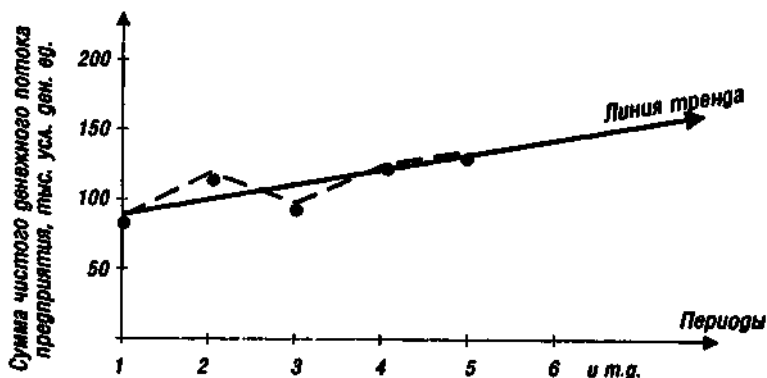


Рисунок 3.3. Системы анализа денежных потоков предприятия, базирующиеся на различных методах их проведения.

отдельных показателей, характеризующих результаты функционирования денежных активов предприятия (определение линии тренда в динамике). Результаты такого анализа в целях наглядности рекомендуется оформлять графически, что облегчает определение линии тренда (рис. 3.4).



а) Столбиковая диаграмма изменения показателя общей суммы чистого денежного потока в динамике



б) Линейный график изменения показателя общей суммы чистого денежного потока в динамике

Рисунок 3.4. Формы графического представления результатов горизонтального (трендового) анализа общей суммы чистого денежного потока предприятия

Все виды горизонтального (трендового) анализа денежных потоков дополняются обычно исследованием влияния отдельных факторов на изменение соответствующих результативных показателей. Результаты такого аналитического исследования позволяют построить соответствующие динамические факторные модели, которые используются затем в процессе планирования денежных потоков предприятия.

II. Вертикальный (или структурный) финансовый анализ базируется на структурном разложении отдельных показателей финансовой отчетности предприятия. В процессе осуществления этого анализа рассчитывается удельный вес отдельных структурных составляющих агрегированных финансовых показателей. В системе управления денежными потоками наибольшее распространение получили следующие виды вертикального (структурного) анализа:

1. *Структурный анализ денежных потоков предприятия по видам хозяйственной деятельности.* Такой анализ служит предпосылкой расчета показателей эффективности формирования потоков в разрезе отдельных видов деятельности и проведения соответствующего факторного анализа этой эффективности по предприятию в целом.

2. *Структурный анализ денежных потоков по внутренним подразделениям предприятия ("центрам ответственности").* Результаты этого анализа служат базой проведения последующего углубленного сравнительного и факторного анализа эффективности формирования денежных потоков предприятия.

3. *Структурный анализ положительного (отрицательного) денежного потока по отдельным элементам его формирования.* Такой анализ позволяет выявить важнейшие составляющие элементы формирования положительного или отрицательного денежных потоков предприятия с учетом специфики его хозяйственной деятельности.

III. Сравнительный финансовый анализ базируется на сопоставлении отдельных групп аналогичных показателей между собой. В процессе использования этой системы анализа рассчитываются размеры абсолютных и относительных отклонений сравниваемых показате-

лей. В системе управления денежными потоками предприятия наибольшее распространение получили следующие виды сравнительного финансового анализа:

1. *Сравнительный анализ показателей денежных потоков в разрезе внутренних структурных подразделений этого предприятия (его "центров ответственности")*. Такой анализ проводится с целью сравнительной оценки и поиска резервов эффективности формирования денежных потоков внутренних подразделений предприятия.

2. *Сравнительный анализ показателей денежных потоков отдельных реальных инвестиционных проектов*. Такой анализ служит основой оценки ожидаемой эффективности отдельных сравниваемых инвестиционных проектов при формировании программы реального инвестирования предприятия.

3. *Сравнительный анализ показателей денежных потоков отдельных финансовых инструментов инвестирования*. Результаты этого анализа используются в процессе формирования и реструктуризации портфеля финансовых инвестиций предприятия.

4. *Сравнительный анализ отчетных и плановых (нормативных) показателей формирования денежных потоков*. Такой анализ составляет основу организуемого на предприятии контроллинга денежных потоков. В процессе этого анализа выявляется степень отклонения отчетных показателей от плановых (нормативных), определяются причины этих отклонений и формируются выводы о необходимости корректировки отдельных направлений хозяйственной деятельности предприятия и его денежных потоков.

IV. Анализ финансовых коэффициентов (R-анализ) базируется на расчете соотношения различных абсолютных показателей финансовой деятельности предприятия между собой. В процессе использования этой системы анализа определяются различные относительные показатели, характеризующие отдельные показатели денежных потоков, и степень их влияния на общий уровень финансового состояния предприятия. В системе управления денежными потоками наибольшее распространение получили следующие группы аналитических финансовых коэффициентов.

1. Коэффициенты, характеризующие уровень ликвидности денежных потоков. Они характеризуют возможность предприятия своевременно рассчитываться по своим финансовым обязательствам. Наиболее важную роль в процессе такой оценки играют следующие показатели:

а) *коэффициент ликвидности денежного потока* предприятия. Он показывает, в какой степени валовой положительный денежный поток предприятия обеспечивает покрытие отрицательного его денежного потока. Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$КЛ_{\text{дп}} = \frac{\text{ПДП}}{\text{ОДП}},$$

где $КЛ_{\text{дп}}$ — коэффициент ликвидности денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде;

ПДП — сумма валового положительного денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде

ОДП — сумма валового отрицательного денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде.

б) *коэффициент абсолютной платежеспособности или "кислотный тест" (КАП)*. Он показывает в какой степени все текущие финансовые обязательства предприятия обеспечены имеющимися у него готовыми средствами платежа на определенную дату. Расчет этого коэффициента осуществляется по формуле:

$$КАП = \frac{ДА + КФВ}{ОБ_k},$$

где ДА — сумма денежных активов предприятия на определенную дату;

КФВ — сумма краткосрочных финансовых вложений предприятия на определенную дату;

ОБ_к — сумма всех краткосрочных (текущих) финансовых обязательств предприятия на определенную дату;

в) *коэффициент промежуточной платежеспособности (КПП)*. Он показывает в какой степени все краткосрочные (текущие) финансовые обязательства могут быть удовлетворены за счет его высоколиквидных активов (вклю-

чая готовые средства платежа). Для определения этого показателя используется следующая формула:

$$КПП = \frac{ДА + КФВ + ДЗ}{ОБ_k},$$

где ДА — сумма денежных активов предприятия (средняя или на определенную дату);

КФВ — сумма краткосрочных финансовых вложений (средняя или на определенную дату);

ДЗ — сумма текущей дебиторской задолженности всех видов (средняя или на определенную дату);

ОБ_к — сумма всех краткосрочных (текущих) финансовых обязательств предприятия (средняя или на определенную дату);

г) *коэффициент текущей платежеспособности (КТП)*. Он показывает в какой степени вся задолженность по краткосрочным (текущим) финансовым обязательствам может быть удовлетворена за счет всех его текущих (оборотных) активов. Расчет этого показателя производится по формуле:

$$КТП = \frac{ОА}{ОБ_k},$$

где ОА — сумма всех оборотных активов предприятия (средняя или на определенную дату);

ОБ_к — сумма всех краткосрочных (текущих) финансовых обязательств предприятия (средняя или на определенную дату);

д) *общий коэффициент соотношения дебиторской и кредиторской задолженности (КДК_о)*. Он характеризует общее соотношение расчетов по этим видам задолженности предприятия. Вычисление этого показателя осуществляется по формуле:

$$КДК_o = \frac{ДЗ_o}{КЗ_o},$$

где ДЗ_о — общая сумма текущей дебиторской задолженности предприятия всех видов (средняя или на определенную дату);

КЗ_о — общая сумма кредиторской задолженности предприятия всех видов (средняя или на определенную дату).

е) коэффициент соотношения дебиторской и кредиторской задолженности по коммерческим операциям ($КДК_k$). Этот показатель характеризует соотношение расчетов за приобретенную и поставленную продукцию. Для определения этого показателя используется формула:

$$КДК_k = \frac{ДЗ_n}{КЗ_n},$$

где $ДЗ_n$ — сумма дебиторской задолженности предприятия за продукцию (товары, работы, услуги), рассчитанная как средняя или на определенную дату;

$КЗ_n$ — сумма кредиторской задолженности предприятия за продукцию (товары, услуги, работы), рассчитанная как средняя или на определенную дату.

2. Коэффициенты, характеризующие оборачиваемость отдельных активов в процессе денежного оборота предприятия. В определенной степени они позволяют оценить скорость денежного оборота предприятия. Для такой оценки используются следующие коэффициенты:

а) количество оборотов денежных активов и их эквивалентов в рассматриваемом периоде ($КО_{да}$). Этот показатель рассчитывается по следующей формуле:

$$КО_{да} = \frac{ОР}{\overline{ДА} + \overline{КФВ}},$$

где $ОР$ — общий объем реализации продукции в рассматриваемом периоде;

$\overline{ДА}$ — средняя сумма денежных активов предприятия в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая);

$\overline{КФВ}$ — средняя сумма краткосрочных (текущих) финансовых вложений предприятия (характеризующая его денежные эквиваленты) в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая);

б) период оборота денежных активов и их эквивалентов ($ПО_{да}$). Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$ПО_{да} = \frac{\overline{ДА} + \overline{КФВ}}{ОР_0}; \quad ПО_{да} = \frac{Д}{КО_{да}},$$

где $\overline{ДА}$ — средняя сумма денежных активов предприятия в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая);

$\overline{КФВ}$ — средняя сумма краткосрочных (текущих) финансовых вложений предприятия (характеризующая его денежные эквиваленты) в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая);

$ОР_0$ — однодневный объем реализации продукции в рассматриваемом периоде;

$КО_{да}$ — количество оборотов денежных активов и их эквивалентов в рассматриваемом периоде.

в) количество оборотов оборотных активов предприятия в рассматриваемом периоде ($КО_{oa}$). Этот показатель рассчитывается по следующей формуле:

$$КО_{oa} = \frac{ОР}{\overline{ОА}},$$

где $ОР$ — общий объем реализации продукции в рассматриваемом периоде;

$\overline{ОА}$ — средняя стоимость оборотных активов в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая);

г) период оборота оборотных активов в днях ($ПО_{oa}$). Этот показатель рассчитывается по следующим формулам:

$$ПО_{oa} = \frac{\overline{ОА}}{ОР_0}; \quad ПО_{oa} = \frac{Д}{КО_{oa}},$$

где $\overline{ОА}$ — средняя стоимость оборотных активов в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая);

$ОР_0$ — однодневный объем реализации продукции в рассматриваемом периоде;

$Д$ — число дней в рассматриваемом периоде;

$КО_{oa}$ — количество оборотов оборотных активов в рассматриваемом периоде;

д) количество оборотов всех используемых активов в рассматриваемом периоде ($КО$). Этот показатель определяется по следующей формуле:

$$КО_a = \frac{ОР}{\bar{A}},$$

где $ОР$ — общий объем реализации продукции в рассматриваемом периоде;

$\bar{A}$ — средняя стоимость всех используемых активов предприятия в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая);

е) период оборота всех используемых активов в днях ($ПО_a$). Этот показатель может быть исчислен по следующим формулам:

$$ПО_a = \frac{\bar{A}}{ОР_0}; \quad ПО_a = \frac{Д}{КО_a},$$

где $\bar{A}$ — средняя стоимость всех используемых активов предприятия в рассматриваемом периоде;

$ОР_0$ — однодневный объем реализации продукции в рассматриваемом периоде;

$Д$ — число дней в рассматриваемом периоде;

$КО_a$ — количество оборотов всех используемых активов в рассматриваемом периоде;

3. Коэффициенты, характеризующие уровень эффективности денежных потоков. Они дают обобщенную характеристику эффективности формирования денежных потоков предприятия. Основными из этих показателей являются:

а) коэффициент эффективности денежного потока предприятия. для его расчета используется следующая формула:

$$КЭ_{дп} = \frac{ЧДП}{ОДП},$$

где $КЭ_{дп}$ — коэффициент эффективности денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде;

$ЧДП$ — сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде;

$ОДП$ — сумма валового отрицательного денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде.

б) *коэффициент достаточности чистого денежного потока предприятия*. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$КД_{\text{чдп}} = \frac{\text{ЧДП}}{\text{ОД} + \Delta Z_{\text{тм}} + D_y},$$

где $КД_{\text{чдп}}$ — коэффициент достаточности чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде;

ЧДП — сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде;

ОД — сумма выплат основного долга по долго- и краткосрочным кредитам и займам предприятия;

$\Delta Z_{\text{тм}}$ — сумма прироста запасов товарно-материальных ценностей в составе оборотных активов предприятия;

D_y — сумма дивидендов (процентов), выплаченных собственникам предприятия (акционерам) на вложенный капитал (акции, паи и т.п.).

в) *коэффициент реинвестирования чистого денежного потока предприятия*. Этот показатель рассчитывается по следующей формуле:

$$КР_{\text{чдп}} = \frac{\text{ЧДП} - D_y}{\Delta \text{РИ} + \Delta \text{ФИ}_d},$$

где $КР_{\text{чдп}}$ — коэффициент реинвестирования чистого денежного потока в рассматриваемом периоде;

ЧДП — сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде;

D_y — сумма дивидендов (процентов), уплаченных собственникам предприятия (акционерам) на вложенный капитал (акции, паи и т.п.).

$\Delta \text{РИ}$ — сумма прироста реальных инвестиций предприятия (во всех их формах) в рассматриваемом периоде;

$\Delta \text{ФИ}$ — сумма прироста долгосрочных финансовых инвестиций предприятия в рассматриваемом периоде.

V. Интегральный финансовый анализ позволяет получить наиболее углубленную (многофакторную) оценку условий формирования денежных потоков предприятия. В управлении денежными потоками наибольшее распространение получили следующие системы интегрального финансового анализа:

1. *Система CBOT-анализа [SWOT-analysis]*. Название этой системы представляет аббревиатуру начальных букв терминов, характеризующих объекты этого анализа:

S	— STRENGTHS	(<i>сильные стороны предприятия</i>);
W	— WEAKNESSES	(<i>слабые стороны предприятия</i>);
O	— OPPORTUNITIES	(<i>возможности развития предприятия</i>);
T	— TREATS	(<i>угрозы развитию предприятия</i>).

Основным содержанием CBOT-анализа является исследование характера сильных и слабых сторон предприятия в части возможностей эффективного формирования денежных потоков, а также позитивного или негативного влияния отдельных внешних (экзогенных) факторов на условия их развития в предстоящем периоде.

Результаты CBOT-анализа представляются обычно графически по комплексному исследованию влияния отдельных факторов на потенциал развития и эффективность формирования денежных потоков предприятия (рис. 3.5).

2. *Система анализа общего цикла денежного оборота предприятия*. В процессе осуществления этого вида интегрального анализа используется следующая модель:

$$ПЦ_{до} = ППЦ + ПО_{дз} - ПО_{кз},$$

где $ПЦ_{до}$ — продолжительность цикла денежного оборота предприятия, в днях;

$ППЦ$ — продолжительность производственного цикла предприятия, в днях;

$ПО_{дз}$ — средний период оборота дебиторской задолженности, в днях;

$ПО_{кз}$ — средний период оборота кредиторской задолженности, в днях.

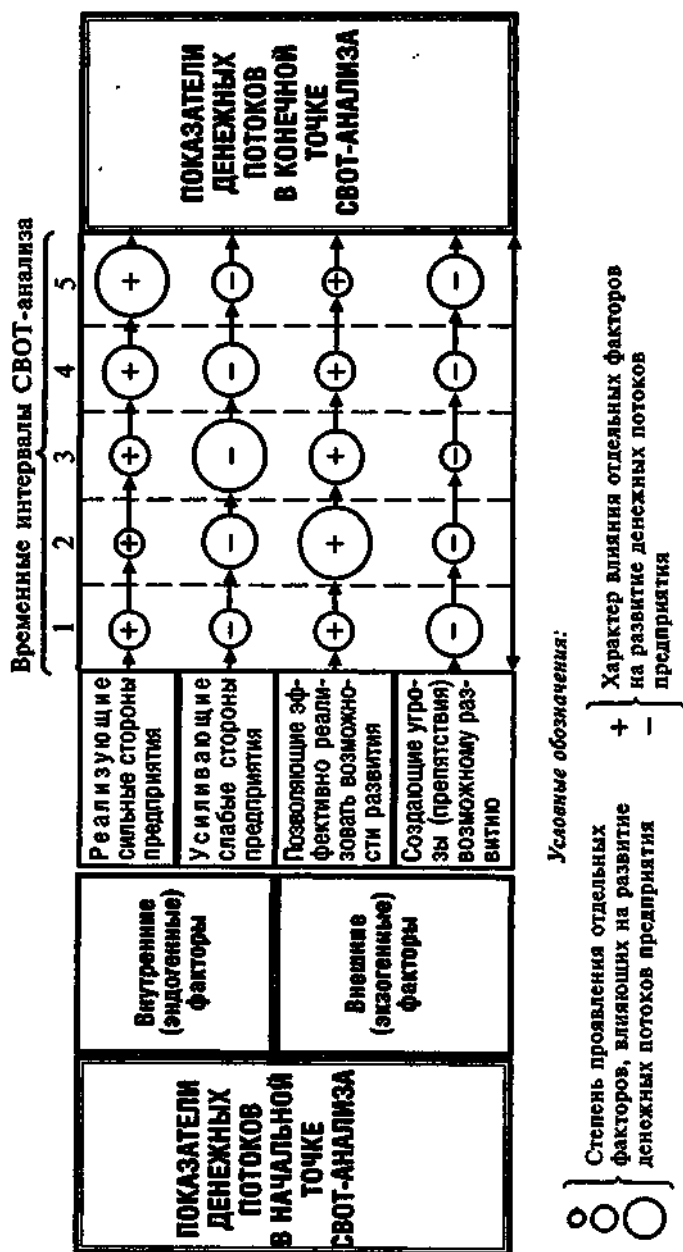


Рисунок 3.5. Графическое представление результатов СВOT-анализа по комплексному исследованию влияния основных факторов на развитие денежных потоков предприятия

3.3 СИСТЕМЫ И МЕТОДЫ ПЛАНИРОВАНИЯ 3.3. ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Основу механизма управления денежными потоками предприятия составляет их планирование.

Планирование денежных потоков представляет собой процесс разработки системы планов и плановых показателей по формированию различных видов этих потоков в операционной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия в предстоящем периоде.

Планирование денежных потоков предприятия составляет неотъемлемую часть его внутрифирменного финансового планирования и базируется на использовании трех основных систем:

1. Прогнозирование важнейших целевых параметров развития денежных потоков.
2. Текущее планирование денежных потоков.
3. Оперативное планирование денежных потоков.

Каждой из этих систем планирования денежных потоков присущ и определенный период и свои формы реализации его результатов (табл. 3.1).

Все системы планирования денежных потоков находятся во взаимосвязи и реализуются в определенной последовательности. Первоначальным исходным этапом этого планирования является прогнозирование важнейших целевых параметров развития денежных потоков в системе общей финансовой стратегии предприятия, которое призвано определять задачи текущего их планирования. В свою очередь, текущее планирование денежных потоков создает основу для разработки и доведения до непосредственных исполнителей оперативных плановых заданий по всем основным вопросам их формирования на предприятии.

Рассмотрим более подробно содержание каждой из систем планирования денежных потоков предприятия.

1. Система прогнозирования важнейших целевых параметров развития денежных потоков является наиболее сложной среди рассматриваемых систем планирования и требует для своей реализации высокой квалификации исполнителей. Такое прогнозирование целевых параметров развития денежных потоков осуществляется в про-

Таблица 3.1.

**Системы планирования денежных потоков и формы
реализации его результатов на предприятии**

Системы планирования денежных потоков	Формы реализации результатов планирования денежных потоков	Период плани- рования
Прогнозирование важнейших целе- вых параметров развития денеж- ных потоков	Разработка политики фор- мирования денежных пото- ков и системы целевых па- раметров их развития	До 3-х лет
Текущее плани- рование денеж- ных потоков	Разработка текущих финан- совых планов по отдельным аспектам формирования де- нежных потоков	1 год
Оперативное пла- нирование денеж- ных потоков	Разработка и доведение до исполнителей бюджетов, пла- тежных календарей и других форм оперативных плано- вых заданий по всем основ- ным вопросам формирова- ния денежных потоков	Месяц, квартал

цессе разработки общей финансовой стратегии пред-
приятия. В качестве таких целевых параметров разви-
тия денежных потоков могут быть установлены:

- минимальный уровень рентабельности операционной де-
ятельности предприятия;
- предельный уровень издержкоемкости продукции;
- минимальный уровень абсолютной и текущей платеже-
способности;
- структура капитала.

**2. Система текущего планирования денежных пото-
ков** базируется на разработанных важнейших целевых
параметрах их развития. Это планирование состоит в
разработке конкретных видов текущих финансовых план-
ов, которые отражают плановые показатели формиро-
вания основных видов денежных потоков на предстоя-
щий период.

Основными видами текущих финансовых планов предприятия, в которых получают отражение показатели формирования его денежных потоков, являются (рис. 3.6.).



Рисунок 3.6. Система основных видов текущих финансовых планов, разрабатываемых на предприятии

• *План доходов и расходов по операционной деятельности* является одним из основных видов текущего финансового плана предприятия, составляемого на первоначальном этапе текущего планирования финансовой деятельности (так как ряд его показателей служит исходной базой разработки других видов текущих финансовых планов). Целью разработки этого плана является определение суммы чистой прибыли от производственно-коммерческой деятельности предприятия, которая служит главной базой формирования операционных денежных потоков.

В процессе разработки этого плана должна быть обеспечена четкая взаимосвязь планируемых показателей доходов от реализации продукции (валового и чистого), издержек, налоговых платежей, балансовой и чистой прибыли предприятия.

• *План доходов и расходов по инвестиционной деятельности* отражает основные аспекты финансового обеспечения этой деятельности.

Целью разработки этого плана является определение объема потребностей в финансовых ресурсах для реализации намеченных инвестиционных программ, а также возможных поступлений этих ресурсов в процессе осуществления инвестиционной деятельности (доходов от реализации выбывающего имущества в процессе его замены, инвестиционной прибыли и т.п.).

В этом плане отражаются все затраты, связанные с осуществлением реальных инвестиций в предстоящем периоде, а также приростом объема долгосрочных финансовых вложений (прирост объема краткосрочных финансовых вложений осуществляется за счет остатка временно свободных денежных активов в составе оборотных средств предприятия).

Таким образом, на основе показателей этого плана определяется объем прироста инвестиционных активов и формируемых инвестиционных денежных потоков.

• *План поступления и расходования денежных средств* призван отражать результаты сводного прогнозирования денежных потоков предприятия.

Целью разработки этого плана является обеспечение постоянной платежеспособности предприятия на всех этапах планового периода.

В этом плане должна быть обеспечена четкая взаимосвязь показателей остатка денежных средств на начало периода, их поступления в плановом периоде, их расходования в плановом периоде и остатка денежных средств на конец периода.

• *Балансовый план* отражает результаты прогнозирования состава активов и капитала на конец планового периода.

Целью разработки балансового плана является определение необходимого прироста отдельных видов активов с обеспечением их внутренней сбалансированности, а также формирование оптимальной структуры капитала, обеспечивающего их финансирование в предстоящем периоде.

При разработке балансового плана используется укрупненная схема статей баланса предприятия, отражающая требования его построения применительно к специфике конкретной организационно-правовой формы деятельности (общества с ограниченной ответственностью; акционерного общества и т.п.).

Показатели балансового плана (в сочетании с показателями других ранее рассмотренных видов текущих финансовых планов) позволяют в наиболее агрегированном виде определить конечные результаты формирования денежных потоков предприятия и их эффективность.

3. Система оперативного планирования денежных потоков заключается в разработке комплекса краткосроч-

ных плановых заданий по обеспечению основных направлений их развития. Главной формой такого планового финансового задания является бюджет.

Бюджет представляет собой оперативный финансовый план краткосрочного периода, разрабатываемый обычно в рамках до одного года (как правило, в рамках предстоящего квартала или месяца), отражающий расходы и поступления денежных средств в процессе осуществления конкретных видов хозяйственной деятельности.

Он детализирует показатели текущих финансовых планов и является главным плановым документом, доводимым до "центров ответственности" всех типов.

Разработка плановых бюджетов на предприятии характеризуется термином "бюджетирование" и направлена на решение двух основных задач: а) определение объема и состава расходов денежных средств, связанных с деятельностью отдельных структурных единиц и подразделений предприятия; б) обеспечение этих расходов денежными ресурсами из различных источников.

Процесс бюджетирования носит непрерывный или скользящий характер. Исходя из плановых финансовых показателей, установленных на год в процессе текущего планирования денежных потоков, заранее (до наступления планового периода) разрабатывается система квартальных бюджетов (на предстоящий квартал), а в рамках квартальных бюджетов (на каждый предстоящий месяц). Процесс такого скользящего бюджетирования гарантирует непрерывность функционирования системы оперативного планирования денежных потоков предприятия, закладывает прочную основу для осуществления постоянного контроля результатов этого управления.

Применяемые в процессе оперативного планирования денежных потоков предприятия бюджеты классифицируются по ряду признаков (рис. 3.7).

По сферам деятельности предприятия выделяются бюджеты по операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. Эти бюджеты разрабатываются в порядке детализации соответствующих текущих финансовых планов по предприятию в целом на предстоящий квартал или месяц.

• *Бюджет по операционной деятельности* детализирует в рамках соответствующего временного периода со-

КЛАССИФИКАЦИЯ БЮДЖЕТОВ ПО ОСНОВНЫМ КЛАССИФИКАЦИОННЫМ ПРИЗНАКАМ

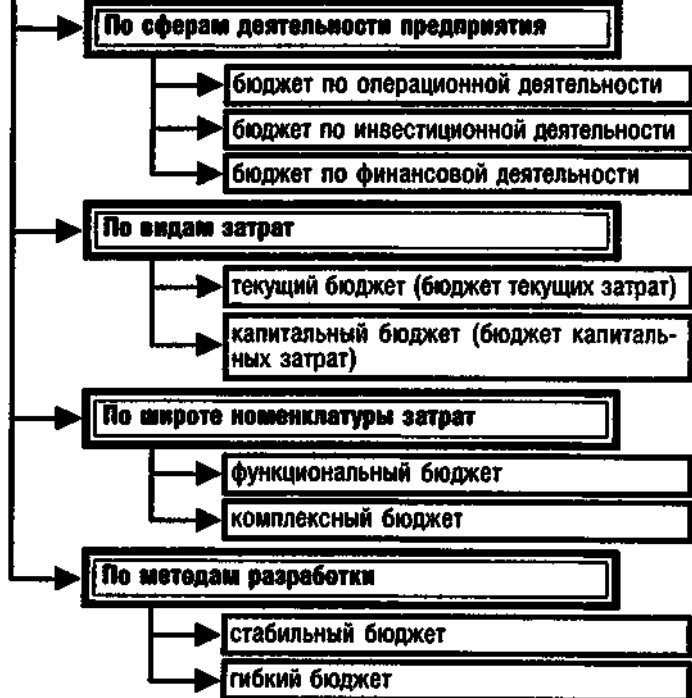


Рисунок 3.7. Классификация основных видов бюджетов, разрабатываемых на предприятии в процессе оперативного планирования денежных потоков

держание показателей, отражаемых в текущем плане доходов и расходов по операционной деятельности.

- *Бюджет по инвестиционной деятельности* направлен на соответствующую детализацию показателей текущего плана доходов и расходов по этой деятельности.

- *Бюджет по финансовой деятельности* призван соответствующим образом детализировать показатели текущего поступления и расходования денежных средств.

По видам затрат плановые бюджеты подразделяются на текущий и капитальный.

• *Текущий бюджет* конкретизирует план доходов и расходов предприятия, доводимый до центров доходов, затрат и прибыли. Он состоит из двух разделов: 1) текущие расходы; 2) доходы от текущей (операционной) хозяйственной деятельности. Текущие расходы представляют собой издержки производства (обращения) по рассматриваемому виду операционной деятельности. Доходы от текущей (операционной) хозяйственной деятельности формируются в основном за счет реализации продукции — товаров или услуг. Примерная форма текущего бюджета представлена в табл. 3.2.

• *Капитальный бюджет* представляет собой форму доведения до конкретных исполнителей результатов текущего плана капитальных вложений, разрабатываемого на этапе осуществления нового строительства, реконструкции и модернизации основных фондов, приобретения новых видов оборудования и нематериальных активов и т.п. Он состоит из двух разделов: 1) капитальные затраты (затраты на приобретение внеоборотных активов); 2) источники поступления средств (инвестиционных ресурсов). Примерная форма капитального бюджета представлена в таблице 3.3.

По широте номенклатуры затрат разделяют бюджеты функциональный и комплексный.

• *Функциональный бюджет* разрабатывается по одной (или двум) статьям затрат — например бюджет оплаты труда персонала, бюджет рекламных мероприятий и т.п.

• *Комплексный бюджет* разрабатывается по широкой номенклатуре затрат — например, бюджет производственного участка, бюджет административно-управленческих расходов и т.п.

По методам разработки различают стабильный и гибкий бюджеты.

• *Стабильный бюджет* не изменяется от изменения объемов деятельности предприятия — например, бюджет расходов по обеспечению охраны предприятия.

• *Гибкий бюджет* предусматривает установление планируемых текущих или капитальных затрат не в твердо фиксируемых суммах, а в виде норматива расходов,

Таблица 3.2.

Примерная форма текущего бюджета

Показатели	В целом на квартал	В т.ч. по месяцам		
		1	2	3
1	2	3	4	5
I. Текущие затраты (издержки)				
1. Материальные затраты (по отдельным статьям затрат)				
2. Амортизация основных средств и нематериальных активов				
3. Расходы на оплату труда				
4. Налоговые платежи, относимые на издержки				
5. Прочие прямые затраты				
6. Накладные расходы, относимые к текущим затратам				
<i>Итого текущие затраты</i>				
II. Доходы от операционной деятельности				
1. Доход от реализации продукции				
2. Прочие доходы от операционной деятельности				
<i>Итого операционные доходы</i>				
III. Налоговые платежи, входящие в цену продукции (налог на добавленную стоимость, акцизный сбор и др.)				
IV. Чистый доход (II–III)				
V. Валовая операционная прибыль (IV–I)				
VI. Налоговые платежи, уплачиваемые за счет прибыли				
VII. Чистая операционная прибыль (V–VI)				

Примерная форма капитального бюджета

Показатели	В целом на квар- тал	В т.ч. по месяцам		
		I	II	III
I	2	3	4	5
КАПИТАЛЬНЫЕ ЗАТРАТЫ				
1. Строительство или приобрете- ние зданий, помещений и со- оружений				
2. Приобретение машин и меха- низмов				
3. Приобретение оборудования и инвентаря (кроме малоценного и быстроизнашивающегося)				
4. Приобретение нематериальных активов				
5. Прочие виды капитальных затрат				
6. Налоговые и другие обязатель- ные платежи по инвестицион- ной деятельности				
7. Резерв капитальных затрат				
<i>Итого затраты средств</i>				
ИСТОЧНИКИ ПОСТУПЛЕНИЯ СРЕДСТВ				
1. Собственные средства инвесто- ра, направляемые на финанси- рование капитальных затрат				
2. Привлекаемый паевой (акцио- нерный) капитал				
3. Финансовый лизинг				
4. Эмиссия облигаций				
5. Кредиты банков				
6. Прочие источники привлече- ния финансовых ресурсов				
<i>Итого поступления средств</i>				
САЛЬДО ЗАТРАТ И ПОСТУПЛЕНИЯ СРЕДСТВ				

“привязанных” к соответствующим объемным показателям деятельности. По реальным инвестиционным проектам таким показателем может быть объем строительно-монтажных работ. По операционной деятельности аналогичным показателем может выступать объем выпуска или реализации продукции. В этом случае расходы в целом планируются по следующему алгоритму:

$$OZ_0 = I_{\text{пост}} + OP \times I_{\text{пер}},$$

где OZ_0 — общий объем текущих затрат по конкретному подразделению операционной сферы деятельности предприятия;

$I_{\text{пост}}$ — запланированный объем постоянных статей бюджета;

$I_{\text{пер}}$ — установленный норматив переменных затрат бюджета на единицу продукции;

OP — объем выпуска или реализации продукции.

Особой формой бюджета выступает *платежный календарь*, разрабатываемый по отдельным видам планируемого движения денежных средств (налоговый платежный календарь, платежный календарь по расчетам с поставщиками, платежный календарь по обслуживанию долга и т.п.) и по предприятию в целом (в этом случае он детализирует текущий финансовый план поступления и расходования денежных средств).

Платежный календарь составляется обычно на предстоящий месяц (в разбивке по дням, неделям и декадам). Он состоит из следующих двух разделов: а) график расходования денежных средств (или график предстоящих платежей); б) график поступления денежных средств. График расходования денежных средств отражает сроки и суммы платежей предприятия в предстоящем периоде по всем (или конкретным) видам его финансовых обязательств. График поступления денежных средств разрабатывается по тем видам движения средств, по которым имеется возвратный их поток; он фиксирует сроки и суммы предстоящих платежей в пользу предприятия.

Использование рассмотренных систем и методов планирования денежных потоков позволяет повысить эффективность их формирования на предприятии.

3.4 СИСТЕМЫ И МЕТОДЫ КОНТРОЛЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

В составе механизмов управления денежными потоками важная роль отводится системам и методам их внутреннего контроля.

Внутренний контроль денежных потоков представляет собой организуемый предприятием процесс проверки исполнения всех управленческих решений в области их формирования с целью реализации разработанной политики их развития и намеченных показателей текущих и оперативных планов.

Создание систем внутреннего контроля является неотъемлемой составной частью построения всей системы управления предприятием с целью обеспечения его эффективности. Системы внутреннего контроля создаются на предприятии по линейному и функциональному принципу или одновременно сочетают в себе оба эти принципа. В основе этих систем лежит разделение контрольных обязанностей отдельных служб и их менеджеров. В этих традиционных системах внутреннего контроля органической составной частью является и система контроля денежных потоков.

В последние годы в практике стран с развитой рыночной экономикой широкое распространение получила новая прогрессивная комплексная система внутреннего контроля, организуемая в компаниях и фирмах, которая называется "контроллинг". Концепция контроллинга была разработана в 80-е годы как средство активного предотвращения кризисных ситуаций, приводящих предприятие к банкротству. Принципом этой концепции, получившей название "управление по отклонениям", является оперативное сравнение основных плановых (нормативных) и фактических показателей с целью выявления отклонений между ними и определение взаимосвязи и взаимозависимости этих отклонений на предприятии с целью воздействия на узловые факторы нормализации деятельности. Система контроллинга начинает внедряться и в нашу практику.

В общей системе контроллинга, организуемого на предприятии, выделяется один из центральных его бло-

ков — финансовый контроллинг, в рамках которого формируется блок контроллинга денежных потоков.

Контроллинг денежных потоков представляет собой контролирующую систему, обеспечивающую концентрацию контрольных действий на наиболее приоритетных направлениях их развития, своевременное выявление отклонений фактически достигнутых результатов их формирования от предусмотренных и принятие оперативных управленческих решений, обеспечивающих их нормализацию.

Основными функциями контроллинга денежных потоков являются:

- наблюдение за ходом реализации финансовых заданий по их формированию, установленных системой плановых финансовых показателей и нормативов;
- измерение степени отклонения фактических результатов развития денежных потоков от предусмотренных;
- диагностирование по размерам отклонений серьезных нарушений в планируемом развитии денежных потоков предприятия и связанного с этим снижения темпов его экономического развития;
- разработка оперативных управленческих решений по нормализации денежных потоков предприятия в соответствии с предусмотренными целями и показателями;
- корректировка при необходимости отдельных целей и показателей развития денежных потоков в связи с изменением внешней экономической среды, конъюнктуры финансового и товарного рынков и внутренних условий осуществления хозяйственной деятельности предприятия.

Как видно из этих функций, контроллинг денежных потоков не ограничивается осуществлением лишь внутреннего контроля за ходом их развития, но является эффективной координирующей системой обеспечения взаимосвязи между формированием информационной базы, анализом, планированием и внутренним контролем денежных потоков на предприятии.

С учетом обеспечения выполнения перечисленных функций контроллинг денежных потоков предприятия на предприятии строится по следующим основным этапам (рис. 3.8).

1. **Определение объекта контроллинга.** Это общее требование к построению любых видов контроллинга на предприятии с позиций целевой его ориентации. *Объек-*

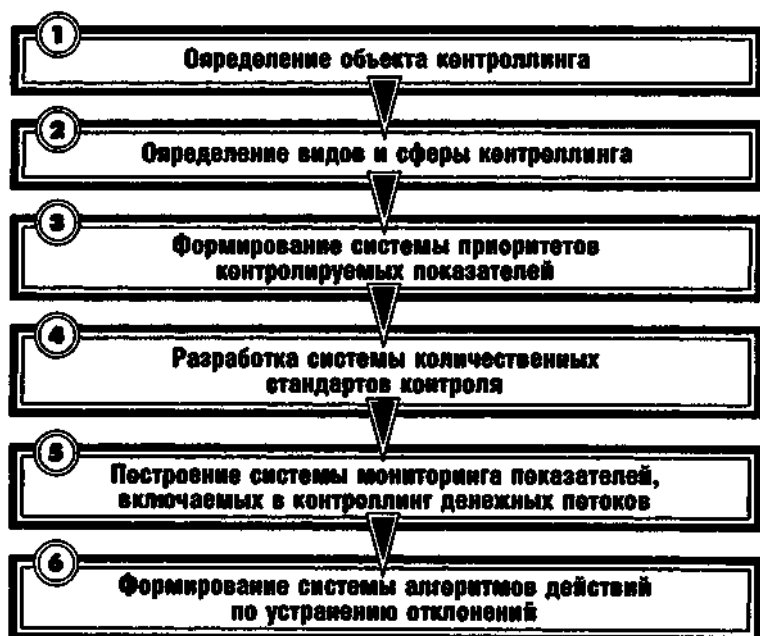


Рисунок 3.8. Содержание и последовательность этапов построения системы контроллинга денежных потоков предприятия

том контроллинга денежных потоков являются управленческие решения по основным аспектам их формирования на предприятии.

2. Определение видов и сферы контроллинга. В соответствии с концепцией построения системы контроллинга, он подразделяется на следующие основные виды: *стратегический контроллинг; текущий контроллинг; оперативный контроллинг.* Каждому из перечисленных видов контроллинга денежных потоков должна соответствовать определенная его сфера и периодичность осуществления его функций. В таблице 3.4 приведены основные характеристики отдельных видов контроллинга денежных потоков предприятия.

3. Формирование системы приоритетов контролируемых показателей. Вся система показателей, входящих в сферу каждого вида контроллинга денежных потоков,

Таблица 3.4.

Характеристика отдельных видов контроллинга денежных потоков предприятия

Виды контроллинга активов	Основная сфера контроллинга	Основной контрольный период
1. Стратегический контроллинг	Контроль основных целевых параметров развития денежных потоков	Квартал; год
2. Текущий контроллинг	Контроль текущих планов	Месяц; квартал
3. Оперативный контроллинг	Контроль бюджетов	Неделя; декада; месяц

ранжируется по значимости. В процессе такого ранжирования вначале в систему приоритетов первого уровня отбираются наиболее важные из контролируемых показателей данного вида контроллинга; затем формируется система приоритетов второго уровня, показатели которого находятся в факторной связи с показателями приоритетов первого уровня; аналогичным образом формируется система приоритетов третьего и последующих уровней. Такой подход к формированию системы контролируемых показателей облегчает подход к их разложению при последующем объяснении причин отклонения фактических величин от предусмотренных соответствующими заданиями.

При формировании системы приоритетов следует учесть, что они могут носить разный характер для отдельных типов центров ответственности; для отдельных направлений хозяйственной деятельности предприятия; для различных аспектов формирования денежных потоков. Однако при этом должна быть обеспечена как иерархическая сводимость всех контролируемых показателей по предприятию в целом, так и их сводимость по отдельным направлениям хозяйственной деятельности.

Пример формирования системы приоритетов контролируемого показателя суммы чистого денежного потока приведен в таблице 3.5.

Таблица 3.5.

**Пример формирования системы приоритетов контролируемого показателя суммы
чистого денежного потока предприятия по операционной деятельности**

Приоритеты первого порядка	Приоритеты второго порядка	Приоритеты третьего порядка	Приоритеты четвертого порядка	и т.д.
Сумма чистого денежного потока по операционной деятельности	Сумма чистой операционной прибыли	Сумма операционных доходов	Уровень цен на продукцию Объем реализации продукции Структура реализации продукции	
		Сумма операционных затрат	Уровень цен и тарифов на услуги Объем производства продукции Структура производства продукции	
		Сумма налоговых платежей	Изменение системы налогов Изменение ставок налогообложения Изменение системы налоговых льгот	
	Сумма амортизации операционных активов	Сумма амортизируемых активов	Динамика общей суммы амортизи- руемых активов Динамика структуры амортизируе- мых активов	
		Методы и нормы амортизации активов	Изменение методов амортизации отдельных групп активов Изменение ставок амортизации отдельных групп активов	

4. Разработка системы количественных стандартов контроля. После того, как определен и ранжирован перечень контролируемых показателей денежных потоков, возникает необходимость установления количественных стандартов по каждому из них. Такие стандарты могут устанавливаться как в абсолютных, так и в относительных показателях. Кроме того, такие количественные стандарты могут носить стабильный или подвижный характер (подвижные количественные стандарты могут быть использованы при контроле показателей гибких бюджетов, для корректировки стандартов при изменении учетной ставки, темпов инфляции и т.п.). Стандартами выступают важнейшие целевые параметры развития денежных потоков, показатели текущих планов и бюджетов, система государственных или разработанных предприятием норм и нормативов и т.п.

5. Построение системы мониторинга показателей, включаемых в контроллинг денежных потоков. Система мониторинга (или как ее часто переводят "следающая система") составляет основу контроллинга, самую активную часть его механизма. Система мониторинга денежных потоков представляет собой разработанный на предприятии механизм постоянного наблюдения за контролируемыми показателями их формирования, определения размеров отклонений фактических результатов от предусмотренных и выявления причин этих отклонений.

Построение системы мониторинга контролируемых показателей функционирования денежных потоков охватывает следующие основные этапы (рис. 3.9).

а) *Построение системы информативных отчетных показателей по каждому виду контроллинга денежных потоков* основывается на данных финансового и управленческого учета. Эта система представляет собой так называемую "первичную информационную базу наблюдения", необходимую для последующего расчета агрегированных по предприятию отдельных аналитических абсолютных и относительных финансовых показателей, характеризующих результаты формирования денежных потоков предприятия.

б) *Разработка системы обобщающих (аналитических) показателей, отражающих фактические результаты достижения предусмотренных количественных стандартов контроля*, осуществляется в четком соответствии с систе-



Рисунок 3.9. Содержание и последовательность основных этапов построения системы мониторинга контролируемых показателей денежных потоков предприятия

мой показателей развития денежных потоков. При этом обеспечивается полная сопоставимость количественного выражения установленных стандартов и контролируемых аналитических показателей. В процессе разработки такой системы строятся алгоритмы расчета отдельных обобщающих (аналитических) показателей с использованием первичной информационной базы наблюдения и рассмотренных методов финансового анализа.

в) *Определение структуры и показателей форм контрольных отчетов (рапортов) исполнителей* призвано сформировать систему носителей контрольной информации. Для обеспечения эффективности контроллинга

такая форма отчета должна быть стандартизирована и содержать следующую информацию:

- фактически достигнутое значение контролируемого показателя (в сопоставлении с предусмотренным);
- размер отклонения фактически достигнутого значения контролируемого показателя от предусмотренного;
- факторное разложение размера отклонения (если контролируемый показатель поддается количественному разложению на отдельные составляющие). Алгоритм такого разложения должен быть определен и доведен до каждого исполнителя заранее;
- объяснение причин отрицательных отклонений по показателю в целом и отдельным его составляющим;
- указание лиц, виновных в отрицательном отклонении показателя, если это отклонение вызвано внутренними факторами деятельности подразделения.

Форма стандартного контрольного отчета (рапорта) исполнителя дифференцируется в соответствии с содержанием доведенного ему бюджета (плана).

г) *Определение контрольных периодов по каждому виду контроллинга денежных потоков и каждой группе контролируемых показателей* в целом основывается на рекомендациях, изложенных в таблице 3.4. Конкретизация контрольного периода по видам контроллинга и группам показателей определяется “срочностью реагирования”, необходимой для эффективного управления денежными потоками на данном предприятии. С учетом этого принципа выделяют:

- недельный (декадный) контрольный отчет;
- месячный контрольный отчет;
- квартальный контрольный отчет.

д) *Установление размеров отклонений фактических результатов контролируемых показателей от установленных стандартов* осуществляется как в абсолютных, так и в относительных показателях. Так как каждый показатель содержится в контрольных отчетах исполнителей, на данной стадии он агрегируется в рамках предприятия в целом. При этом по относительным показателям все отклонения подразделяются на три группы:

- положительное отклонение;
- отрицательное “допустимое” отклонение;
- отрицательное “критическое” отклонение.

Для проведения такой градации на каждом предприятии должен быть определен критерий "критических" отклонений, который может быть дифференцирован по контрольным периодам. В качестве критерия "критического" отклонения может быть принято отклонение в размере 20 и более процентов по недельному (декадному) контрольному периоду; 15 и более процентов по месячному периоду; 10 и более процентов по квартальному периоду.

е) *Выявление основных причин отклонений фактических результатов контролируемых показателей от установленных стандартов* проводится по предприятию в целом и по отдельным "центрам ответственности". В процессе такого анализа выделяются и рассматриваются те показатели контроллинга денежных потоков, по которым наблюдаются "критические" отклонения от целевых параметров, заданий текущих планов и бюджетов. По каждому "критическому" отклонению (а при необходимости и менее значимым размерам отклонений показателей приоритетов первого порядка) должны быть выявлены вызвавшие их причины. В процессе осуществления такого анализа в целом по предприятию используются соответствующие разделы контрольных отчетов исполнителей.

Разработанная система мониторинга должна корректироваться при изменении целей контроллинга денежных потоков и системы показателей текущих планов и бюджетов.

6. Формирование системы алгоритмов действий по устранению отклонений является заключительным этапом построения контроллинга денежных потоков на предприятии. Принципиальная система действий менеджеров предприятия в этом случае заключается в трех алгоритмах (рис. 3.10).

а) *"Ничего не предпринимать"*. Эта форма реагирования предусматривается в тех случаях, когда размер отрицательных отклонений значительно ниже предусмотренного "критического" критерия.

б) *"Устранить отклонение"*. Такая система действий предусматривает процедуру поиска и реализации резервов по обеспечению выполнения целевых, плановых или нормативных показателей формирования денежных потоков. При этом резервы рассматриваются в разрезе



Рисунок 3.10. Формирование принципиальных алгоритмов действий по устранению различных видов отклонений фактических результатов формирования денежных потоков от предусмотренных

различных аспектов хозяйственной деятельности и отдельных финансовых операций. В качестве таких возможностей может быть рассмотрена целесообразность введения усиленного режима экономии (по принципу "отсечения лишнего"), использования системы финансовых резервов и другие.

в) *Изменить систему плановых или нормативных показателей*". Такая система действий предпринимается в тех случаях, если возможности нормализации отдельных аспектов формирования денежных потоков ограничены или вообще отсутствуют. В этом случае по результатам мониторинга денежных потоков вносятся предложения по корректировке системы целевых параметров их развития, показателей текущих финансовых планов или отдельных бюджетов. В отдельных критических случаях может быть обосновано предложение о прекращении отдельных производственных, инвестиционных и финансовых операций и даже деятельности отдельных центров затрат и инвестиций.

Внедрение на предприятии системы контроллинга денежных потоков позволит существенно повысить эффективность всего процесса управления его хозяйственной деятельностью.

Глава 4.

МЕТОДИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

4.1. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ВО ВРЕМЕНИ

Управление денежными потоками требует постоянного осуществления различного рода финансово-экономических расчетов, связанных с их оценкой в разные периоды времени. Ключевую роль в этих расчетах играет оценка стоимости денег во времени.

Концепция стоимости денег во времени состоит в том, что эта стоимость с течением времени изменяется с учетом нормы прибыли на финансовом рынке, в качестве которой обычно выступает норма ссудного процента (или процента).

Концепция стоимости денег во времени играет основополагающую роль в практике финансовых вычислений. Она предопределяет необходимость учета фактора времени в процессе осуществления любых долгосрочных финансовых операций, связанных с использованием капитала, путем оценки и сравнения стоимости денег при начале финансирования со стоимостью денег при их возврате в виде будущей прибыли, амортизационных отчислений, основной суммы долга и т.д.

Оценка стоимости денег с учетом фактора времени требует предварительного рассмотрения связанных с ней базовых понятий. Ниже изложено содержание основных из этих понятий.

ПРОЦЕНТ — сумма дохода от предоставления капитала в долг или плата за пользование ссудным капиталом во всех его формах (депозитный процент, кредитный процент, процент по облигациям, процент по векселям и т.п.).

ПРОСТОЙ ПРОЦЕНТ — сумма дохода, начисляемого к основной сумме капитала в каждом интервале, по которой дальнейшие расчеты платежей не осуществля-

ются. Начисление простого процента применяется, как правило, при краткосрочных финансовых операциях.

СЛОЖНЫЙ ПРОЦЕНТ — сумма дохода, начисляемого в каждом интервале, которая не выплачивается, а присоединяется к основной сумме капитала и в последующем платежном периоде сама приносит доход. Начисление сложного процента применяется, как правило, при долгосрочных финансовых операциях (инвестировании, кредитовании и т.п.).

ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА (ставка процента) — удельный показатель, в соответствии с которым в установленные сроки выплачивается сумма процента в расчете на единицу капитала. Обычно процентная ставка характеризует соотношение годовой суммы процента и суммы предоставленного (заимствованного) капитала (выраженное в десятичной дроби или в процентах).

БУДУЩАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕГ — сумма инвестированных в настоящий момент денежных средств, в которую они превратятся через определенный период времени с учетом определенной ставки процента (процентной ставки).

НАСТОЯЩАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕГ — сумма будущих денежных средств, приведенных с учетом определенной ставки процента (процентной ставки) к настоящему периоду времени.

НАРАЩЕНИЕ СТОИМОСТИ (компаундинг) — процесс приведения настоящей стоимости денег к их будущей стоимости в определенном периоде путем присоединения к их первоначальной сумме начисленной суммы процентов.

ДИСКОНТИРОВАНИЕ СТОИМОСТИ — процесс приведения будущей стоимости денег к их настоящей стоимости путем изъятия из их будущей суммы соответствующей суммы процентов (называемой "дисконтом").

ПЕРИОД НАЧИСЛЕНИЯ — общий период времени, в течение которого осуществляется процесс наращивания или дисконтирования стоимости денежных средств.

ИНТЕРВАЛ НАЧИСЛЕНИЯ — обусловленный конкретный временной срок (в пределах общего периода начисления), в рамках которого рассчитывается от-

дельная сумма процента по установленной его ставке (осуществляется отдельный платеж процента).

ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЙ МЕТОД НАЧИСЛЕНИЯ ПРОЦЕНТА (метод пренумерандо или антисипативный метод) — способ расчета платежей, при котором начисление процента осуществляется в начале каждого интервала.

ПОСЛЕДУЮЩИЙ МЕТОД НАЧИСЛЕНИЯ ПРОЦЕНТА (метод постнумерандо или декурсивный метод) — способ расчета платежей, при котором начисление процента осуществляется в конце каждого интервала.

ДИСКРЕТНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК — поток платежей на вложенный капитал, имеющий четко ограниченный период начисления процентов и конечный срок возврата основной его суммы.

НЕПРЕРЫВНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК — поток платежей на вложенный капитал, период начисления процентов по которому не ограничен, а соответственно не определен и конечный срок возврата основной его суммы.

АННУИТЕТ (ФИНАНСОВАЯ РЕНТА) — длительный поток платежей, характеризующийся одинаковым уровнем процентных ставок на протяжении всего периода.

Среди изложенных базовых понятий, связанных с оценкой стоимости денег во времени, наиболее сложным является понятие *процентной ставки*, по которой осуществляется процесс наращивания и дисконтирования стоимости денежных средств. Это понятие отличается многообразием конкретных его видов, используемых в практике финансовых вычислений. Процентная ставка, используемая в процессе наращивания или дисконтирования стоимости денежных средств (оценки их будущей и настоящей стоимости), классифицируется по следующим основным признакам (рис. 4.1).

1. По использованию в процессе форм оценки стоимости денег во времени различают ставку наращивания и ставку дисконтирования (дисконтную ставку).

• *Ставка наращивания* представляет собой процентную ставку, по которой осуществляется процесс наращивания стоимости денежных средств (компаундинг), т.е. определяется их будущая стоимость.

КЛАССИФИКАЦИЯ ВИДОВ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ



Рисунок 4.1. Классификация видов процентной ставки, используемой в процессе оценки стоимости денег во времени.

• *Ставка дисконтирования* (дисконтная ставка) представляет собой процентную ставку, по которой осуществляется процесс дисконтирования стоимости денежных средств, т.е. определяется их настоящая стоимость.

2. По стабильности уровня используемой процентной ставки в рамках периода начисления выделяют фиксированную и плавающую процентные ставки.

- *Фиксированная ставка* характеризуется неизменным ее уровнем на протяжении всех интервалов общего периода начисления.

- *Плавающая (или переменная) процентная ставка* характеризуется регулярно пересматриваемым ее уровнем по соглашению сторон в разрезе отдельных интервалов общего периода начислений. Такой пересмотр обуславливается изменением средней нормы процента на финансовом рынке (или в отдельных его сегментах), изменением темпа инфляции и другими условиями.

3. По обеспечению начисления определенной годовой суммы процента различают периодическую и эффективную процентные ставки.

- *Периодическая ставка процента* при обеспечении определенной годовой суммы процента может варьировать как по уровню, так и по продолжительности отдельных интервалов на протяжении годового периода платежей.

- *Эффективная ставка процента (или ставка сравнения)* характеризует среднегодовой ее уровень, определяемый отношением годовой суммы процента, начисленного по периодическим его ставкам, к основной сумме капитала.

4. По условиям формирования различают базовую и договорную процентные ставки.

- *Базовая процентная ставка* характеризуется определенным исходным ее уровнем в качестве первоначальной основы последующей ее конкретизации кредитором (заемщиком) в зависимости от условий осуществления соответствующей финансовой операции.

- *Договорная процентная ставка* характеризует конкретизированный ее уровень, согласованный кредитором и заемщиком и отраженный в соответствующем кредитном (депозитном, инвестиционном) договоре.

Система основных базовых понятий позволяет последовательно рассмотреть методический инструментарий оценки стоимости денег во времени в разрезе наиболее характерных вариантов управления денежными потоками. Этот методический инструментарий дифференцируется в разрезе следующих видов вычислений (рис. 4.2).

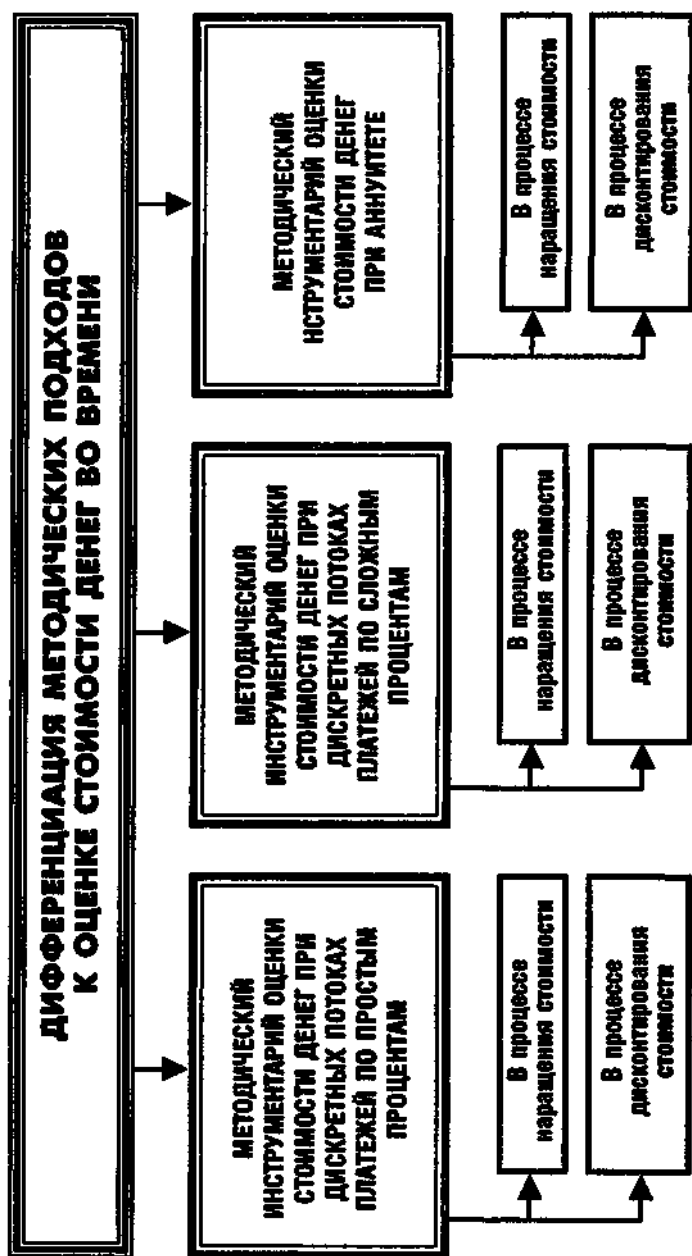


Рисунок 4.2. Систематизация основных методических подходов к оценке стоимости денег во времени

I. Методический инструментарий оценки стоимости денег по простым процентам использует наиболее упрощенную систему расчетных алгоритмов.

1. При расчете суммы простого процента в процессе наращивания стоимости (компаундинга) используется следующая формула:

$$I = P \times n \times i,$$

где I — сумма процента за обусловленный период времени в целом;

P — первоначальная сумма (стоимость) денежных средств;

n — количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени;

i — используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью.

В этом случае будущая стоимость вклада (S) с учетом начисленной суммы процента определяется по формуле:

$$S = P + I = P \times (1 + ni).$$

Пример: Необходимо определить сумму простого процента за год при следующих условиях:

первоначальная сумма вклада — 1000 усл. ден. ед.;
процентная ставка, выплачиваемая ежеквартально — 20%.

Подставляя эти значения в формулу, получим сумму процента: $I = 1000 \times 4 \times 0,2 = 800$ усл. ден. ед.;
будущая стоимость вклада в этом случае составит:

$$S = 1000 + 800 = 1800 \text{ усл. ден. ед.}$$

Множитель $(1 + ni)$ называется множителем (или коэффициентом) наращивания суммы простых процентов. Его значение всегда должно быть больше единицы.

Процесс наращивания суммы вклада во времени по простым процентам может быть представлен графически (см. рис. 4.3).

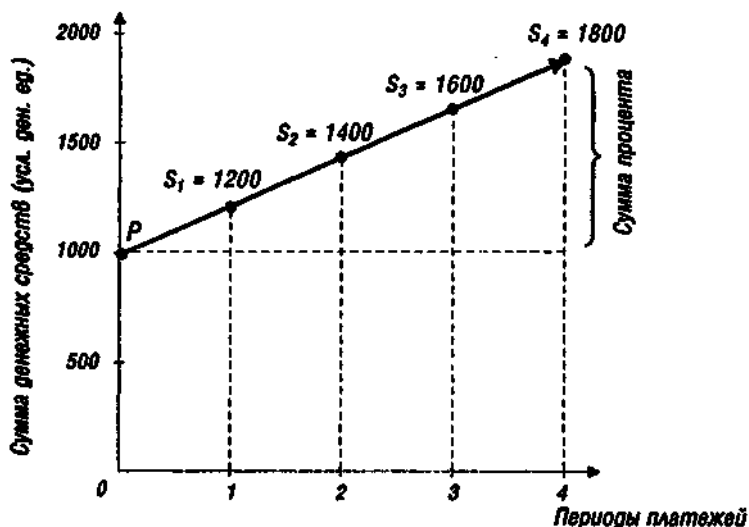


Рисунок 4.3. График наращивания суммы денежных средств по простым процентам (при процентной ставке 20%)

2. При расчете суммы простого процента в процессе дисконтирования стоимости (т.е. суммы дисконта) используется следующая формула:

$$D = S - S \times \frac{1}{1 + ni},$$

где D — сумма дисконта (рассчитанная по простым процентам) за обусловленный период времени в целом;

S — стоимость денежных средств;

n — количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени;

i — используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью.

В этом случае настоящая стоимость денежных средств (P) с учетом рассчитанной суммы дисконта определяется по следующим формулам:

$$P = S - D = S \times \frac{1}{1 + ni}.$$

Пример: Необходимо определить сумму дисконта по простому проценту за год при следующих условиях: конечная сумма вклада определена в размере 1000 усл. ден. ед.;

дисконтная ставка составляет 20% в квартал.

Подставляя эти значения в формулу расчета суммы дисконта, получим:

$$D = 100 - 100 \frac{1}{1 + 4 \times 0,2} = 444 \text{ усл. ден. ед.}$$

Соответственно настоящая стоимость вклада, необходимого для получения через год 1000 усл. ден. единиц, должна составить:

$$P = 1000 - 444 = 556 \text{ усл. ден. ед.}$$

Используемый в обоих случаях множитель $\left(\frac{1}{1 + ni} \right)$

называется дисконтным множителем (коэффициентом) суммы простых процентов, значение которого всегда должно быть меньше единицы.

Процесс дисконтирования суммы денежных средств может быть представлен графически (рис. 4.4).

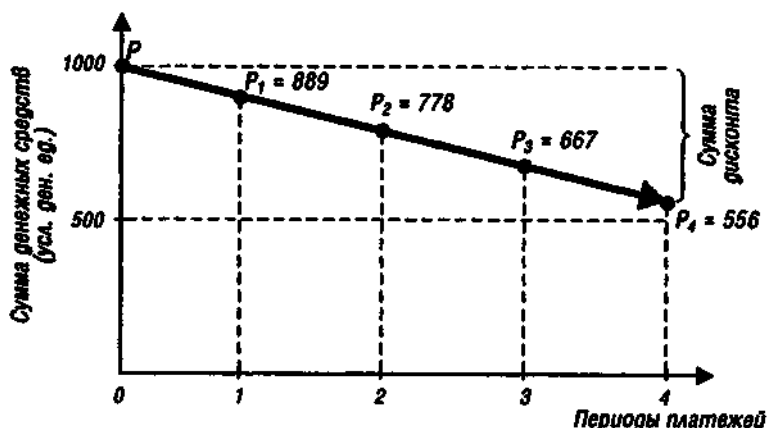


Рисунок 4.4. График дисконтирования суммы денежных средств по простым процентам (при дисконтной ставке 20%)

II. Методический инструментарий оценки стоимости денег по сложным процентам использует более обширную и более усложненную систему расчетных алгоритмов.

1. При расчете будущей суммы вклада (стоимости денежных средств) в процессе его наращивания по сложным процентам используется следующая формула:

$$S_c = P \times (1+i)^n,$$

где S_c — будущая стоимость вклада (денежных средств) при его наращивании по сложным процентам;

P — первоначальная сумма вклада;

i — используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платеж, в общем обусловленном периоде времени.

Соответственно сумма процента (I_c) в этом случае определяется по формуле:

$$I_c = S_c - P.$$

Пример: Необходимо определить будущую стоимость вклада и сумму сложного процента за весь период инвестирования при следующих условиях:

- первоначальная стоимость вклада — 1000 усл. ден. ед.;
- процентная ставка, используемая при расчете суммы сложного процента, установлена в размере 20% в квартал;
- общий период инвестирования — один год.

Подставляя эти показатели в вышеприведенные формулы, получим:

Будущая стоимость вклада =

$$= 1000 \times (1 + 0,2)^4 = 2074 \text{ усл. ден. ед.}$$

Сумма процента = $2074 - 1000 = 1074$ усл. ден. ед.

Графически процесс наращивания стоимости вклада по сложным процентам представлен на рисунке 4.5.

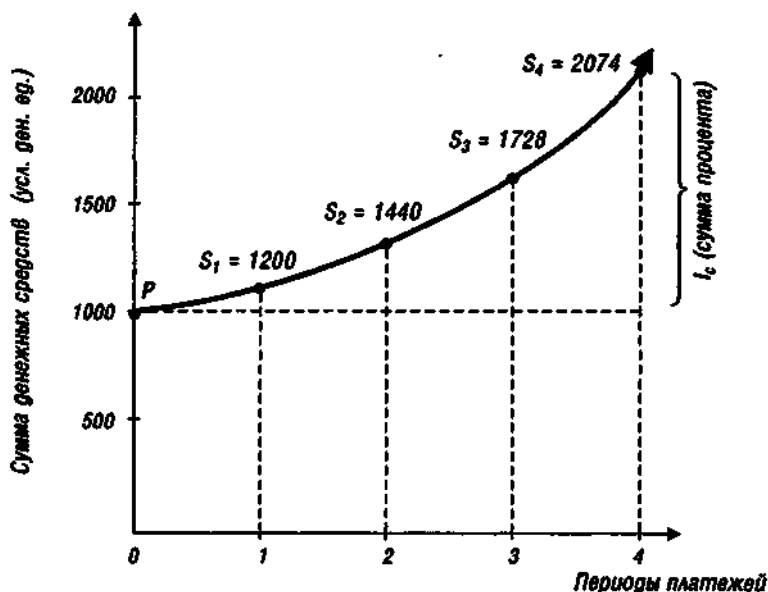


Рисунок 4.5. График наращивания суммы денежных средств по сложным процентам (при процентной ставке 20%)

2. При расчете настоящей стоимости денежных средств в процессе дисконтирования по сложным процентам используется следующая формула:

$$P_c = \frac{S}{(1+i)^n},$$

- где P_c — первоначальная сумма вклада;
 S — будущая стоимость вклада при его наращении, обусловленная условиями инвестирования;
 i — используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью;
 n — количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платеж, в общем обусловленном периоде времени.

Соответственно сумма дисконта (D_c) в этом случае определяется по формуле:

$$D_c = S - P_c.$$

Пример: необходимо определить настоящую стоимость денежных средств и сумму дисконта по сложным процентам за год при следующих условиях:

- будущая стоимость денежных средств определена в размере 1000 усл. ден. ед.;
- используемая для дисконтирования ставка сложного процента составляет 20% в квартал.

Подставляя эти значения в формулы, получим:
Настоящая стоимость =

$$= \frac{1000}{(1 + 0,2)^4} = 482 \text{ усл. ден. ед.}$$

$$\text{Сумма дисконта} = 1000 - 482 = 518 \text{ усл. ден. ед.}$$

Графически процесс дисконтирования денежных средств по сложным процентам представлен на рисунке 4.6.

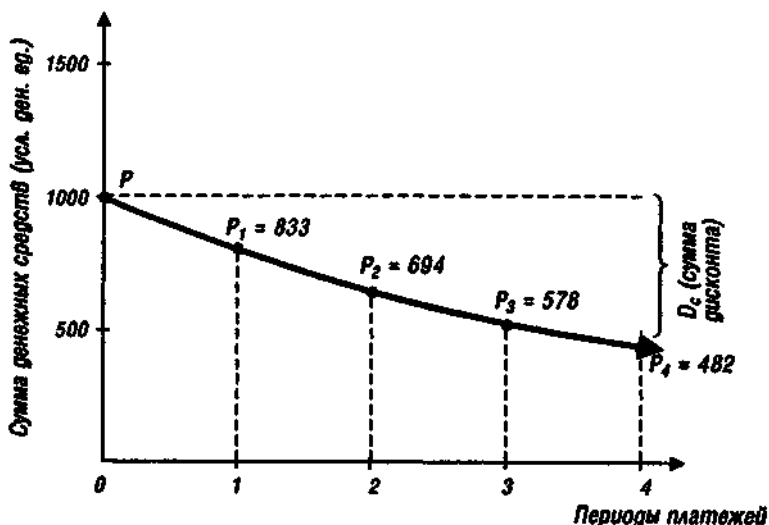


Рисунок 4.6. График дисконтирования суммы денежных средств по сложным процентам (при дисконтной ставке 20%)

3. При определении средней процентной ставки, используемой в расчетах стоимости денежных средств по сложным процентам, применяется следующая формула:

$$i = \left(\frac{S_c}{P_c} \right)^{1/n} - 1,$$

где i — средняя процентная ставка, используемая в расчетах стоимости денежных средств по сложным процентам, выраженная десятичной дробью;

S_c — будущая стоимость денежных средств;

P_c — настоящая стоимость денежных средств;

n — количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платеж, в общем обусловленном периоде времени.

Пример: необходимо определить годовую ставку доходности облигации при следующих условиях:

- номинал облигации, подлежащий погашению через три года, составляет 1000 усл. ден. ед.;
- цена, по которой облигация реализуется в момент ее эмиссии, составляет 600 усл. ден. ед.

Подставляя эти значения в формулу, получим:
Годовая ставка доходности =

$$= \left(\frac{1000}{600} \right)^{1/3} - 1 = 1,666^{1/3} - 1 = 0,186 \text{ (18,6\%)}.$$

4. Длительность общего периода платежей, выраженная количеством его интервалов, в расчетах стоимости денежных средств по сложным процентам определяется путем логарифмирования по следующей формуле:

$$n = \frac{\log(S_c / P_c)}{\log(1 + i)},$$

где S_c — будущая стоимость денежных средств;

P_c — настоящая стоимость денежных средств;

i — используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью.

5. Определение эффективной процентной ставки в процессе наращивания стоимости денежных средств по сложным процентам осуществляется по формуле:

$$i_3 = \left(1 + \frac{i}{n} \right)^n - 1,$$

где i_2 — эффективная среднегодовая процентная ставка при наращении стоимости денежных средств по сложным процентам, выраженная десятичной дробью;

i — периодическая процентная ставка, используемая при наращении стоимости денежных средств по сложным процентам, выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платеж по периодической процентной ставке на протяжении года.

Пример: необходимо определить эффективную среднегодовую процентную ставку при следующих условиях:

- денежная сумма 1000 усл. ден. ед. помещена в коммерческий банк на депозит сроком на 2 года;
- годовая процентная ставка, по которой ежеквартально осуществляется начисление процента, составляет 10% (0,1).

Подставляя эти значения в формулу, получим:

$$i_2 = \left(1 + \frac{0,1}{4} \right)^4 - 1 = (1 + 0,025)^4 - 1 = 0,1038 \text{ (10,38\%)}.$$

Результаты расчетов показывают, что условия помещения денежной суммы сроком на 2 года под 10% годовых при ежеквартальном начислении процентов, равнозначны условиям начисления этих процентов один раз в год под 10,38% годовых (10,38% составляет размер эффективной или сравнимой процентной ставки).

При оценке стоимости денег во времени по сложным процентам необходимо иметь в виду, что на результат оценки оказывает большое влияние не только используемая ставка процента, но и число интервалов выплат в течение одного и того же общего платежного периода. Иногда оказывается более выгодным инвестировать деньги под меньшую ставку процента, но с большим числом интервалов в течение предусмотренного периода платежа.

Пример: Перед инвестором стоит задача разместить 100 усл. ден. ед. на депозитный вклад сроком на один год. Один банк предлагает инвестору выплачивать доход по сложным процентам в размере 23% в квартал; второй — в размере 30% один раз в четыре месяца; третий — в размере 45% два раза в году; четвертый — в размере 100% один раз в году.

Для того, чтобы определить, какой вариант инвестирования лучше, построим следующую таблицу:

Таблица 4.1.
Расчет будущей стоимости вклада при различных условиях инвестирования
(усл. ден. ед.)

№ варианта	Настоящая стоимость вклада	Ставка процента	Будущая стоимость вклада в конце			
			1-го периода	2-го периода	3-го периода	4-го периода
1	100	23	123	151	186	229
2	100	30	130	169	220	—
3	100	45	145	210	—	—
4	100	100	200	—	—	—

Сравнение вариантов показывает, что наиболее эффективным является 1-й вариант (выплата дохода в размере 23% один раз в квартал).

Используемые в процессе оценки стоимости денег множители $(1+i)^n$ и $\left(\frac{1}{1+ni}\right)$ называются соответственно

множителем наращивания и множителем дисконтирования суммы сложных процентов. Они положены в основу специальных таблиц финансовых вычислений, с помощью которых при заданных размерах ставки процента и количества платежных интервалов можно легко вычислить настоящую или будущую стоимость денежных средств по сложным процентам (см. приложения 1 и 2).

III. Методический инструментарий оценки стоимости денег при аннуитете связан с использованием наиболее сложных алгоритмов и определением метода начисления процента — предварительным (пренумерандо) или последующим (постнумерандо).

1. При расчете будущей стоимости аннуитета на условиях предварительных платежей (пренумерандо) используется следующая формула:

$$SA_{pre} = R \times \frac{(1+i)^n - 1}{i} \times (1+i),$$

где SA_{pre} — будущая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей (пренумерандо);

R — член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;

i — используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется каждый платеж, в общем обусловленном периоде времени.

Пример: Необходимо рассчитать будущую стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей (пренумерандо), при следующих данных:

- период платежей по аннуитету предусмотрен в количестве 5 лет;
- интервал платежей по аннуитету составляет один год (платежи вносятся в начале года);
- сумма каждого отдельного платежа (члена аннуитета) составляет 1000 усл. ден. ед.;
- используемая для наращивания стоимости процентная ставка составляет 10% в год (0,1).

Подставляя эти значения в приведенную формулу, получим:

Будущая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей (пренумерандо),

равна: $1000 \times \frac{(1+0,1)^5 - 1}{0,1} \times (1+0,1) = 6716$ усл. ден. единиц.

2. При расчете будущей стоимости аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо), применяется следующая формула:

$$SA_{post} = R \times \frac{(1+i)^n - 1}{i},$$

где SA_{post} — будущая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо);

R — член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;

i — используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется каждый платеж, в общем обусловленном периоде времени.

Пример: Необходимо рассчитать будущую стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо), по данным, изложенным в предыдущем примере (при условии взноса платежей в конце года).

Подставляя эти данные в приведенную формулу, получим:

Будущая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо),

$$\text{равна: } 1000 \times \frac{(1+0,1)^5 - 1}{0,1} = 6105 \text{ усл. ден. единиц.}$$

Сопоставление результатов расчета по двум примерам показывает, что будущая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей, существенно превышает будущую стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей, т.е. в первом случае плательщику обеспечена гораздо большая сумма дохода.

3. При расчете настоящей стоимости аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей (пренумерандо), используется следующая формула:

$$PA_{pre} = R \times \frac{(1+i)^{-n} - 1}{i} \times (1+i),$$

где PA_{pre} — настоящая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей (пренумерандо);

R — член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;

i — используемая процентная (дисконтная) ставка, выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется каждый платеж, в общем обусловленном периоде времени.

Пример: Необходимо рассчитать настоящую стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей (пренумерандо), при следующих данных:

- период платежей по аннуитету предусмотрен в количестве 5 лет;
- интервал платежей по аннуитету составляет один год (при внесении платежей в начале года);
- сумма каждого отдельного платежа (члена аннуитета) составляет 1000 усл. ден. ед.;
- используемая для дисконтирования стоимости ставка процента (дисконтная ставка) составляет 10% в год (0,1).

Подставляя эти значения в приведенную формулу, получим:

Настоящая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей (пренумерандо), равна:

$$1000 \times \frac{1 - (1 + 0,1)^{-5}}{0,1} \times (1 + 0,1) = 4169 \text{ усл. ден. ед.}$$

4. При расчете настоящей стоимости аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо), применяется следующая формула:

$$RA_{post} = R \times \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i},$$

где PA_{post} — настоящая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо);

R — член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;

i — используемая процентная (дисконтная) ставка, выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется каждый платеж, в общем обусловленном периоде времени.

Пример: Необходимо рассчитать настоящую стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо), по данным, изложенным в предыдущем примере (при условии взноса платежей в конце года).

Подставляя эти данные в приведенную формулу, получим:

Настоящая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо),

$$\text{равна: } 1000 \times \frac{1 - (1 + 0,1)^{-5}}{0,1} = 3790 \text{ усл. ден. единиц.}$$

Сопоставление результатов расчета по двум последним примерам показывает, что настоящая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей, существенно превышает настоящую стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей, т.е. в первом случае в процессе дисконтирования плательщику гарантирована гораздо большая сумма дохода в настоящей стоимости.

5. При расчете размера отдельного платежа при заданной будущей стоимости аннуитета используется следующая формула:

$$R = SA_{post} \times \frac{i}{(1+i)^n - 1},$$

где R — размер отдельного платежа по аннуитету (член аннуитета при предопределенной будущей его стоимости);

SA_{post} — будущая стоимость аннуитета (осуществляемого на условиях последующих платежей);

i — используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым намечается осуществлять каждый платеж, в обусловленном периоде времени.

6. При расчете размера отдельного платежа при заданной текущей стоимости аннуитета используется такая формула:

$$R = PA_{post} \times \frac{i(1+i)^n}{1-(1+i)^n},$$

где R — размер отдельного платежа по аннуитету (член аннуитета при известной текущей его стоимости);

PA_{post} — настоящая стоимость аннуитета (осуществляемого на условиях последующих платежей);

i — используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым намечается осуществлять каждый платеж, в обусловленном периоде времени.

В процессе расчета аннуитета возможно использование упрощенных формул, основу которых составляет только член аннуитета (размер отдельного платежа) и соответствующий стандартный множитель (коэффициент) его наращивания или дисконтирования.

В этом случае формула для определения *будущей стоимости аннуитета* (осуществляемого на условиях последующих платежей), имеет вид:

$$SA_{post} = R \times I_A,$$

где SA_{post} — будущая стоимость аннуитета (осуществляемого на условиях последующих платежей);

R — член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;

I_A — множитель наращивания стоимости аннуитета, определяемый по специальным таблицам, с учетом принятой процентной ставки и количества интервалов в периоде платежей.

Соответственно, формула для определения *настоящей стоимости аннуитета* имеет вид:

$$PA_{post} = R \times D_A,$$

где PA_{post} — настоящая стоимость аннуитета (осуществляемого на условиях последующих платежей);

R — член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;

D_A — дисконтный множитель аннуитета, определяемый по специальным таблицам, с учетом принятой процентной (дисконтной) ставки и количества интервалов в периоде платежей.

В приложениях 3 и 4 приведены множители наращивания стоимости аннуитета и его дисконтные множители.

Использование стандартных множителей (коэффициентов) наращивания и дисконтирования стоимости (приложения 1–4) существенно ускоряет и облегчает процесс оценки стоимости денег во времени.

4.2 МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ В УСЛОВИЯХ ИНФЛЯЦИИ

В процессе управления денежными потоками, постоянно приходится считаться с **фактором инфляции**, которая с течением времени обесценивает стоимость находящихся в обращении денежных средств.

Влияние инфляции сказывается на многих аспектах формирования денежных потоков предприятия. В процессе инфляции происходит относительное занижение стоимости отдельных материальных активов, используемых предприятием (основных средств, запасов товарно-материальных ценностей и т.п.); снижение реальной стоимости денежных и других финансовых его активов (дебиторской задолженности, нераспределенной прибыли, инструментов финансового инвестирования) и т.п. Особенно сильно фактор инфляции сказывается на проведении долгосрочных финансовых операций предприятия, связанных с управлением денежными потоками.

Стабильность проявления фактора инфляции и его активное воздействие на результаты финансовой дея-

тельности предприятия в сфере управления его денежными потоками определяют необходимость постоянного учета влияния этого фактора.

Концепция учета влияния фактора инфляции в управлении денежными потоками предприятия заключается в необходимости реального отражения их стоимости, а также в обеспечении возмещения их потерь, вызываемых инфляционными процессами, при осуществлении различных финансовых операций.

Реализация этой концепции в практике управления денежными потоками и использование соответствующего ее методического инструментария требуют предварительного рассмотрения ряда связанных с ней базовых понятий. Ниже изложено содержание основных из этих понятий.

ИНФЛЯЦИЯ — процесс постоянного превышения темпов роста денежной массы над товарной (включая стоимость услуг), в результате чего происходит переполнение каналов обращения деньгами, сопровождающееся их обесценением и ростом цен.

ТЕМП ИНФЛЯЦИИ — показатель, характеризующий размер обесценения (снижения покупательной способности) денег в определенном периоде, выраженный приростом среднего уровня цен в процентах к их номиналу на начало периода.

ФАКТИЧЕСКИЙ ТЕМП ИНФЛЯЦИИ — показатель, характеризующий реальный прирост среднего уровня цен в рассматриваемом прошедшем периоде.

ОЖИДАЕМЫЙ ТЕМП ИНФЛЯЦИИ — прогнозный показатель, характеризующий возможный прирост среднего уровня цен в рассматриваемом предстоящем периоде.

ИНДЕКС ИНФЛЯЦИИ — показатель, характеризующий общий рост уровня цен в определенном периоде, определяемый путем суммирования базового их уровня на начало периода (принимаемого за единицу) и темпа инфляции в рассматриваемом периоде (выраженного десятичной дробью).

НОМИНАЛЬНАЯ СУММА ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ — оценка размеров денежных активов в соответствующих денежных единицах без учета изменения покупательной стоимости денег в рассматриваемом периоде.

РЕАЛЬНАЯ СУММА ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ — оценка размеров денежных активов с учетом изменения уровня покупательной стоимости денег в рассматриваемом периоде, вызванного инфляцией.

НОМИНАЛЬНАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА — ставка процента, устанавливаемая без учета изменения покупательной стоимости денег в связи с инфляцией (или общая процентная ставка, в которой не элиминирована ее инфляционная составляющая).

РЕАЛЬНАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА — ставка процента, устанавливаемая с учетом изменения покупательной стоимости денег в рассматриваемом периоде в связи с инфляцией.

ИНФЛЯЦИОННАЯ ПРЕМИЯ — дополнительный доход, выплачиваемый (или предусмотренный к выплате) кредитору или инвестору с целью возмещения финансовых потерь от обесценения денег в связи с инфляцией. Уровень этого дохода обычно приравнивается к темпу инфляции.

С учетом рассмотренных базовых понятий формируется конкретный методический инструментарий, позволяющий учесть фактор инфляции в процессе управления денежными потоками предприятия. Этот методический инструментарий дифференцируется в разрезе следующих основных вычислений (рис. 4.7).

I. Методический инструментарий прогнозирования годового темпа и индекса инфляции основывается на ожидаемых среднемесячных ее темпах. Такая информация содержится в публикуемых прогнозах экономического и социального развития страны на предстоящий период. Результаты прогнозирования служат основой последующего фактора инфляции финансовой деятельности предприятия.

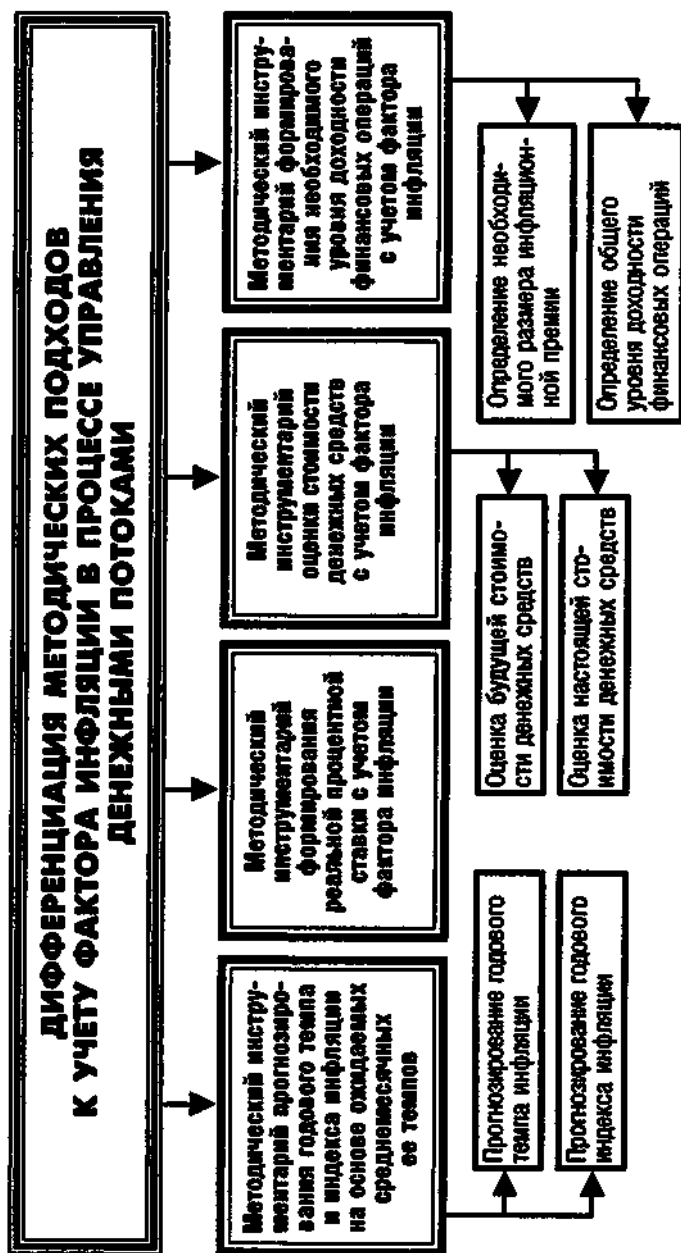


Рисунок 4.7. Систематизация основных методических подходов к учету фактора инфляции в процессе управления денежными потоками предприятия

1. При прогнозировании годового темпа инфляции используется следующая формула:

$$ТИ_{г} = (1 + ТИ_{м})^{12} - 1,$$

где $ТИ_{г}$ — прогнозируемый годовой темп инфляции, выраженный десятичной дробью;

$ТИ_{м}$ — ожидаемый среднемесячный темп инфляции в предстоящем периоде, выраженный десятичной дробью.

Пример: Необходимо определить годовой темп инфляции, если в соответствии с прогнозом экономического и социального развития страны (или собственными прогнозными расчетами) ожидаемый среднемесячный темп инфляции определен в размере 3%.

Подставляя это значение в формулу, получим: Прогнозируемый годовой темп инфляции составит:

$$(1 + 0,003)^{12} - 1 = 1,4258 - 1 = 0,4258 \text{ или } 42,58\%.$$

По указанной формуле может быть рассчитан не только прогнозируемый годовой темп инфляции, но и значение этого показателя на конец любого месяца предстоящего года. Это может быть проиллюстрировано графически исходя из условия рассмотренного примера (рис. 4.8).

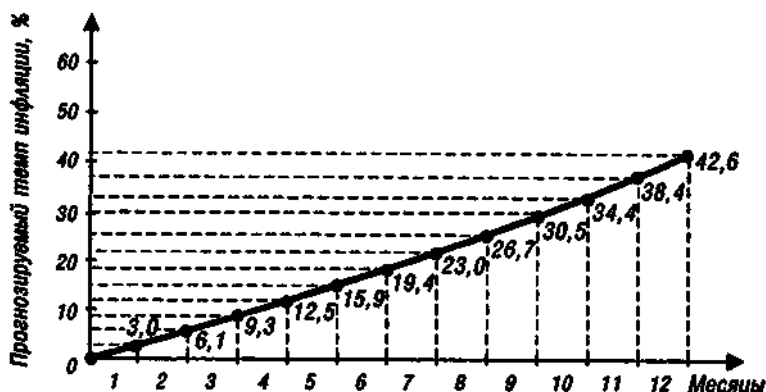


Рисунок 4.8 Результаты расчета темпа инфляции (в %) с начала предстоящего года исходя из ожидаемого среднемесячного ее темпа в размере 3%

2. При прогнозировании годового индекса инфляции используются следующие формулы:

$$\begin{aligned} \text{ИИ}_T &= 1 + \text{ТИ}_T, \\ \text{или} \quad \text{ИИ}_T &= (1 + \text{ТИ}_M)^{12}, \end{aligned}$$

где ИИ_T — прогнозируемый годовый индекс инфляции, выраженный десятичной дробью;

ТИ_T — прогнозируемый годовый темп инфляции, выраженный десятичной дробью (рассчитанный по ранее приведенной формуле);

ТИ_M — ожидаемый среднемесячный темп инфляции, выраженный десятичной дробью.

Пример: Исходя из условий предыдущего примера, необходимо определить прогнозируемый годовый индекс инфляции.

*Он равен: $1 + 0,4258 = 1,4258$ (или 142,6%);
или $(1 + 0,03)^{12} = 1,4258$ (или 142,6%).*

II. Методический инструментарий формирования реальной процентной ставки с учетом фактора инфляции основывается на прогнозируемом номинальном ее уровне на финансовом рынке (результаты такого прогноза отражены обычно в ценах фьючерсных и опционных контрактов, заключаемых на фондовой бирже) и результатах прогноза годовых темпов инфляции. В основе расчета реальной процентной ставки с учетом фактора инфляции лежит Модель Фишера, которая имеет следующий вид:

$$I_p = \frac{I - \text{ТИ}}{1 + \text{ТИ}},$$

где I_p — реальная процентная ставка (фактическая или прогнозируемая в определенном периоде), выраженная десятичной дробью;

I — номинальная процентная ставка (фактическая или прогнозируемая в определенном периоде), выраженная десятичной дробью;

ТИ — темп инфляции (фактический или прогнозируемый в определенном периоде), выраженный десятичной дробью.

Пример: Необходимо рассчитать реальную годовую процентную ставку на предстоящий год с учетом следующих данных:

- номинальная годовая процентная ставка по опционным и фьючерсным операциям на фондовой бирже на предстоящий год сложилась в размере 19%;
- прогнозируемый годовой темп инфляций составляет 7%.

Подставляя эти данные в Модель Фишера получим:

Реальная годовая процентная ставка прогнозируется

$$\text{в размере: } \frac{0,19 - 0,07}{1 + 0,07} = 0,112 \text{ (или 11,2\%).}$$

III. Методический инструментарий оценки стоимости денежных средств с учетом фактора инфляции позволяет осуществлять расчеты как будущей, так и настоящей их стоимости с соответствующей "инфляционной составляющей". В основе осуществления этих расчетов лежит формируемая реальная процентная ставка.

1. При оценке будущей стоимости денежных средств с учетом фактора инфляции используется следующая формула (представляющая собой модификацию рассмотренной ранее Модели Фишера):

$$S_n = P \times [(1 + I_p) \times (1 + \text{ТИ})]^n,$$

где S_n — номинальная будущая стоимость вклада (денежных средств), учитывающая фактор инфляции;

P — первоначальная сумма вклада;

I_p — реальная процентная ставка, выраженная десятичной дробью;

ТИ — прогнозируемый темп инфляции, выраженный десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платеж, в общем обусловленном периоде времени.

Пример: Определить номинальную будущую стоимость вклада с учетом фактора инфляции при следующих условиях:

- первоначальная сумма вклада составляет 1000 усл. ден. ед.;
- реальная годовая процентная ставка, используемая для наращивания стоимости вклада, составляет 20%;
- прогнозируемый годовой темп инфляции составляет 12%;
- общий период размещения вклада составляет 3 года при начислении процента один раз в год.

Подставляя эти показатели в вышеприведенную формулу, получим:

Номинальная будущая стоимость вклада, учитывающая фактор инфляции, =
 $= 1000 \times [(1 + 0,20) \times (1 + 0,12)]^3 = 2428$ усл. ден. ед.

2. При оценке настоящей стоимости денежных средств с учетом фактора инфляции используется следующая формула:

$$P_p = \frac{S_n}{[(1 + I_p) \times (1 + ИТ)]^n},$$

где P_p — реальная настоящая сумма вклада (денежных средств), учитывающая фактор инфляции;

S_n — ожидаемая номинальная будущая стоимость вклада (денежных средств);

I_p — реальная процентная ставка, используемая в процессе дисконтирования стоимости, выраженная десятичной дробью;

ИТ — прогнозируемый темп инфляции, выраженный десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платеж, в общем обусловленном периоде времени.

Пример: Необходимо определить реальную настоящую стоимость денежных средств при следующих условиях:

- ожидаемая номинальная будущая стоимость денежных средств составляет 1000 усл. ден. ед.
- реальная процентная ставка, используемая в процессе дисконтирования стоимости, составляет 20% в год;

- прогнозируемый годовой темп инфляции составляет 12%;
- период дисконтирования составляет 3 года, а его интервал — 1 год.

Подставляя эти показатели в вышеприведенную формулу, получим:

Реальная настоящая сумма денежных средств, учитывающая фактор инфляции, =

$$= \frac{1000}{[(1+0,20) \times (1 \times 0,12)]^3} = 412 \text{ усл. ден. единиц.}$$

IV. Методический инструментарий формирования необходимого уровня доходности финансовых операций с учетом фактора инфляции, с одной стороны, призван обеспечить расчет суммы и уровня “инфляционной премии”, а с другой — расчет общего уровня номинального дохода, обеспечивающего возмещение инфляционных потерь и получение необходимого уровня реальной прибыли.

1. При определении необходимого размера инфляционной премии используется следующая формула:

$$\Pi_{\text{и}} = P \times \text{ТИ},$$

где $\Pi_{\text{и}}$ — сумма инфляционной премии в определенном периоде;

P — первоначальная стоимость денежных средств;

ТИ — темп инфляции в рассматриваемом периоде, выраженный десятичной дробью.

Пример: Рассчитать размер годовой инфляционной премии при следующих условиях:

- первоначальная стоимость денежных средств составляет 1000 усл. ден. ед.;
- прогнозируемый годовой темп инфляции составляет 12%.

Подставляя эти значения в формулу, получим:

$$\begin{aligned} \text{Сумма инфляционной премии составляет} &= \\ &= 1000 \times 0,12 = 120 \text{ усл. ден. ед.} \end{aligned}$$

(уровень инфляционной премии приравнивается к темпу инфляции).

2. При определении общей суммы необходимого дохода по финансовой операции с учетом фактора инфляции используется следующая формула:

$$D_n = D_p + \Pi_n,$$

где D_n — общая номинальная сумма необходимого дохода по финансовой операции с учетом фактора инфляции в рассматриваемом периоде;

D_p — реальная сумма необходимого дохода по финансовой операции в рассматриваемом периоде, исчисленная по простым или сложным процентам с использованием реальной процентной ставки;

Π_n — сумма инфляционной премии в рассматриваемом периоде.

Зависимость общей суммы необходимого дохода и размера инфляционной премии от темпа инфляции может быть представлена графически (рис. 4.9).



Рисунок 4.9. Зависимость номинальной суммы необходимого дохода и размера инфляционной премии от темпа инфляции

3. При определении необходимого уровня доходности финансовых операций с учетом фактора инфляции используется следующая формула:

$$УД_n = \frac{D_n}{D_p} - 1,$$

где $УД_n$ — необходимый уровень доходности финансовых операций с учетом фактора инфляции, выраженный десятичной дробью;

D_n — общая номинальная сумма необходимого дохода по финансовой операции в рассматриваемом периоде.

D_p — реальная сумма необходимого дохода по финансовой операции в рассматриваемом периоде.

Следует отметить, что прогнозирование темпов инфляции представляет собой довольно сложный и трудоемкий вероятностный процесс, в значительной степени подверженный влиянию субъективных факторов. Поэтому в практике управления активами может быть применен более простой способ учета фактора инфляции. В этих целях стоимость денежных средств при их последующем наращении или размер необходимого дохода при последующем его дисконтировании пересчитывается заранее из национальной валюты в одну из “сильных” (т.е. в наименьшей степени подверженных инфляции) свободно конвертируемых валют по курсу на момент проведения расчетов. Процесс наращения или дисконтирования стоимости осуществляется затем по реальной процентной ставке (минимальной реальной норме прибыли на капитал). Такой способ оценки настоящей или будущей стоимости денежных потоков позволяет вообще исключить из ее расчетов фактор инфляции внутри страны.

4.3. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЛИКВИДНОСТИ 4.3. ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Формирование денежных потоков и интенсивность денежного оборота предприятия тесно связана с категорией ликвидности. В экономической литературе по проблеме управления денежными потоками выделяют обычно понятие *ликвидности совокупных активов предприятия* (возможность его быстрой реализации при банкротстве или самоликвидации), *ликвидности оборотных*

активов (обеспечивающую текущую платежеспособность предприятия) и *ликвидности намечаемых объектов инвестирования* (обеспечивающую потенциальную возможность быстрого реинвестирования капитала при изменившейся конъюнктуре финансового рынка).

Первые два вида ликвидности имеют дело с безальтернативными вариантами объектов этой ликвидности (уже сформированными целостным имущественным комплексом или отдельными видами функционирующих активов), в то время как третий вид ликвидности связан с выбором альтернативных объектов, обеспечивающим различный уровень эффективности намечаемых финансовых операций. Эта альтернативность управленческих решений определяет необходимость постоянного учета фактора ликвидности при осуществлении инвестиционных операций.

Ликвидность объектов инвестирования оказывает существенное влияние на уровень доходности соответствующих финансовых операций. Чем ниже ликвидность отдельных объектов (инструментов) инвестирования, тем соответственно выше должен быть необходимый уровень доходности по ним, обеспечивающий возмещение финансовых потерь, связанных с предстоящей высокой продолжительностью их реализации при реинвестировании капитала. Взаимосвязь этих показателей носит обратный характер и формирует шкалу "доходность — ликвидность", определяющую количественные пропорции их уровней в процессе осуществления финансовых операций, связанных с инвестированием капитала. Таким образом, фактор ликвидности является объективным фактором, обуславливающим выбор управленческих решений по формированию уровня доходности соответствующих финансовых операций.

Концепция учета фактора ликвидности состоит в объективной оценке ее уровня по намечаемым объектам инвестирования с целью обеспечения необходимого уровня доходности по ним, возмещающего возможное замедление денежного оборота при реинвестировании капитала.

Формирование методического инструментария учета фактора ликвидности в процессе управления денежными потоками требует предварительного рассмотрения

ряда базовых понятий, основными из которых являются следующие:

ЛИКВИДНОСТЬ — способность отдельных видов имущественных ценностей быть быстро конверсируемыми в денежную форму без потери своей текущей стоимости в условиях сложившейся конъюнктуры рынка. Такое понятие ликвидности характеризует ее как функцию времени (периода возможной продажи) и риска (возможной потери стоимости имущества при срочной его продаже).

ЛИКВИДНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ — характеристика объектов инвестирования (как реальных, так и финансовых) по их способности быть реализованными в течение короткого периода времени без потери своей реальной рыночной стоимости при изменении ранее принятых инвестиционных решений и необходимости реинвестирования капитала.

ЛИКВИДНОСТЬ ИНДИВИДУАЛЬНЫХ ОБЪЕКТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ — характеристика ликвидности применительно к отдельным конкретным объектам (инструментам) инвестирования.

ЛИКВИДНОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ — общая характеристика ликвидности по всей сформированной совокупности инвестиционных объектов (инструментов инвестирования).

УРОВЕНЬ ЛИКВИДНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ — показатель характеризующий возможную скорость реализации объектов (инструментов) инвестирования по их реальной рыночной стоимости.

АБСОЛЮТНАЯ ЛИКВИДНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ — характеристика срочноликвидных инвестиций, которые могут быть конверсированы в денежную форму в технически обусловленный срок их реализации (обычно до 7 дней). Примером инвестиций с абсолютной ликвидностью являются депозитные вклады до востребования, размещенные в наиболее надежных коммерческих банках; высоко котируемые на фондовом рынке государственные краткосрочные облигации с высокой ставкой доходности и т.п.

СООТНОШЕНИЕ УРОВНЯ ДОХОДНОСТИ И ЛИКВИДНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ — одна из основных базовых концепций финансового менеджмента, определяемая обратной взаимосвязью этих двух показателей. В соответствии с этой концепцией снижение уровня ликвидности инвестиций должно сопровождаться при прочих равных условиях повышением необходимого уровня их доходности.

ПРЕМИЯ ЗА ЛИКВИДНОСТЬ — дополнительный доход, выплачиваемый инвестору, с целью возмещения риска возможных финансовых потерь, связанных с низкой ликвидностью объектов (инструментов) инвестирования.

Методический инструментарий учета фактора ликвидности, формируемый на основе рассмотренных базовых понятий этой категории, позволяет решать основной круг задач, определяемых при подготовке соответствующих управленческих решений. Дифференциация этого методического инструментария отражает следующую систематизацию задач учета фактора ликвидности в процессе управления денежными потоками предприятия (рис. 4.10).

I. Методический инструментарий оценки уровня ликвидности инвестиций обеспечивает осуществление такой оценки в абсолютных и относительных показателях.

1. Основным абсолютным показателем оценки ликвидности является общий период возможной реализации соответствующего объекта (инструмента) инвестирования. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$ОП_{\text{д}} = ПК_{\text{в}} - ПК_{\text{а}}.$$

где $ОП_{\text{д}}$ — общий период ликвидности конкретного объекта (инструмента) инвестирования, в днях;

$ПК_{\text{в}}$ — возможный период конверсии конкретного объекта (инструмента) инвестирования в денежные средства, в днях;

$ПК_{\text{а}}$ — технический период конверсии инвестиций с абсолютной ликвидностью в денежные средства, принимаемый обычно за 7 дней.

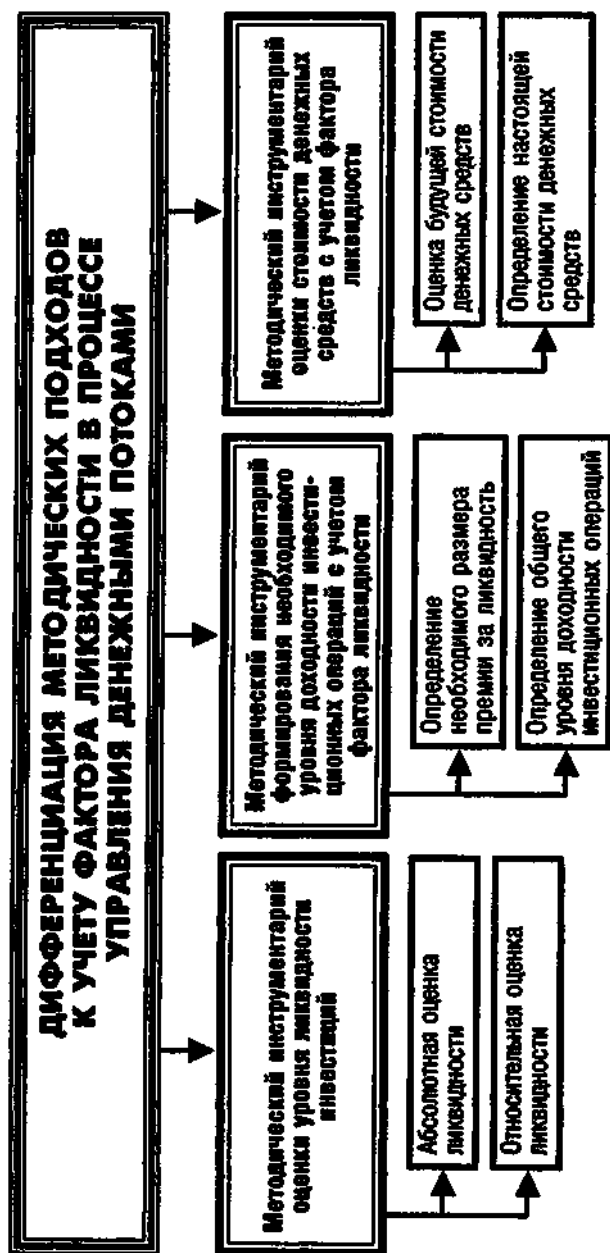


Рисунок 4.10. Систематизация основных методических подходов к учету фактора ликвидности в процессе управления денежными потоками предприятия

2. Основным относительным показателем оценки уровня ликвидности инвестиций является коэффициент их ликвидности, определяемый по формуле:

$$КЛ_{\text{н}} = \frac{ПК_{\text{А}}}{ПК_{\text{в}}},$$

- где $КЛ_{\text{н}}$ — коэффициент ликвидности инвестиций;
 $ПК_{\text{А}}$ — технический период конверсии инвестиций с абсолютной ликвидностью в денежные средства, принимаемый обычно за 7 дней;
 $ПК_{\text{в}}$ — возможный период конверсии конкретного объекта (инструмента) инвестирования в денежные средства, в днях.

Пример: Рассчитать абсолютный и относительный показатели ликвидности инвестиций при условии возможной реализации рассматриваемого инструмента инвестирования в течение 35 дней.

а) Общий период ликвидности = 35 – 7 = 28 дней.

б) Коэффициент ликвидности = $\frac{7}{35} = 0,2$.

II. Методический инструментарий формирования необходимого уровня доходности инвестиционных операций с учетом фактора ликвидности основан на взаимозависимости этих показателей, определяющих шкалу “доходность — ликвидность”.

Экономическое поведение инвестора направлено на подбор высоколиквидных объектов инвестирования при прочих равных условиях, так как это обеспечивает ему большую возможность для маневра финансовыми ресурсами в процессе управления инвестиционным портфелем. Для того, чтобы инвестор был заинтересован в выборе средне- и низколиквидных объектов инвестирования, он должен получить определенные стимулы в виде дополнительного инвестиционного дохода. Чем ниже уровень (коэффициент) ликвидности объекта инвестирования, тем выше должен быть размер инвестиционного дохода или премии за ликвидность. Графически эта зависимость представлена на рисунке 4.11.

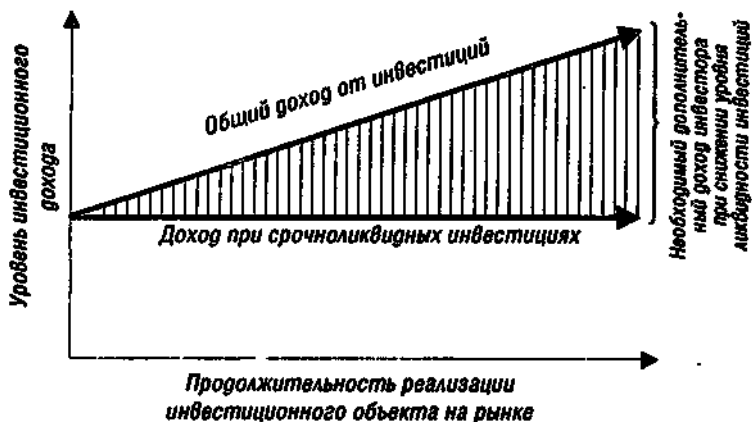


Рисунок 4.11. Зависимость дополнительного и общего дохода по объектам инвестирования от уровня их ликвидности

1. *Определение необходимого уровня премии за ликвидность осуществляется по следующей формуле:*

$$ПЛ = \frac{ОП_{л} \times Д_{н}}{360},$$

где ПЛ — необходимый уровень премии за ликвидность, в процентах;

ОП_л — общий период ликвидности конкретного объекта (инструмента) инвестирования, в днях;

Д_н — средняя годовая норма доходности по инвестиционным объектам (инструментам) с абсолютной ликвидностью, в процентах.

2. *Определение необходимого общего уровня доходности с учетом фактора ликвидности осуществляется по следующей формуле:*

$$ДЛ_{н} = Д_{н} + ПЛ,$$

где ДЛ_н — необходимый общий уровень доходности с учетом фактора ликвидности, в процентах;

D_n — средняя годовая норма доходности по инвестиционным объектам (инструментам) с абсолютной ликвидностью, в процентах;

ПЛ — необходимый уровень премии за ликвидность, в процентах.

Пример: Определить необходимый уровень премии за ликвидность и необходимый общий уровень доходности с учетом фактора ликвидности при следующих условиях:

- общий период ликвидности конкретного инструмента инвестирования составляет 30 дней;
- среднегодовая норма доходности по инвестиционным инструментам с абсолютной ликвидностью составляет 20%.

Необходимый уровень премии за ликвидность =

$$= \frac{30 \times 20}{360} = 1,7\% ;$$

Необходимый общий уровень доходности с учетом фактора ликвидности = $20 + 1,7 = 21,7\%$.

III. Методический инструментарий оценки стоимости денежных средств с учетом фактора ликвидности позволяет формировать сравнимые инвестиционные потоки, обеспечивающие необходимый уровень премии за ликвидность.

1. При оценке будущей стоимости денежных средств с учетом фактора ликвидности используется следующая формула:

$$S_n = P \times [(1 + D_n) \times (1 + \text{ПЛ})]^n ,$$

где S_n — будущая стоимость вклада (денежных средств), учитывающая фактор ликвидности;

P — средняя годовая норма доходности по инвестиционным проектам (инструментам) с абсолютной ликвидностью, выраженная десятичной дробью;

ПЛ — необходимый уровень премии за ликвидность, выраженный десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется каждый конкретный платеж, в общем обусловленном периоде времени.

Пример: Необходимо определить будущую стоимость инструмента инвестирования с учетом фактора ликвидности при следующих условиях:

- стоимость приобретения инструмента инвестирования составляет 1000 усл. ден. ед.;
- средняя годовая норма доходности по инвестиционным инструментам с абсолютной ликвидностью составляет 20%;
- необходимый уровень премии за ликвидность определен по рассматриваемому инструменту инвестирования в размере 2%;
- общий период намечаемого использования данного инструмента инвестирования составляет 2 года при предусматриваемых выплатах текущего дохода по нему один раз в год.

Подставляя эти показатели в вышеприведенную формулу, получим:

Будущая стоимость инструмента инвестирования, учитывающая фактор ликвидности =

$$= 1000 \times [(1 + 0,20) \times (1 + 0,02)]^2 = 1498 \text{ усл. ден. ед.}$$

2. При оценке настоящей стоимости денежных средств с учетом фактора ликвидности используется следующая формула:

$$P_n = \frac{S_n}{[(1 + D_n) \times (1 + ПЛ)]^n},$$

где P_n — настоящая стоимость вклада (денежных средств), учитывающая фактор ликвидности;

S_n — ожидаемая будущая стоимость вклада (денежных средств);

D_n — среднегодовая норма доходности по инвестиционным проектам (инструментам) с абсолютной ликвидностью, выраженная десятичной дробью;

ПЛ — необходимый уровень премии за ликвидность, выраженный десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется каждый конкретный платеж, в общем обусловленном периоде времени.

Пример: Необходимо определить настоящую стоимость денежных средств с учетом фактора ликвидности при следующих условиях:

- ожидаемая будущая стоимость по данному инструменту инвестирования — 1000 усл. ден. ед.;
- среднегодовая норма доходности по инвестиционным инструментам с абсолютной ликвидностью составляет 20%;
- необходимый уровень премии за ликвидность определен по данному инструменту инвестирования в размере 2%;
- общий период намечаемого использования данного инструмента инвестирования составляет 3 года при предусматриваемых выплатах текущего дохода по нему один раз в год.

Подставляя эти значения в вышеприведенную формулу, получим:

Настоящая стоимость инструмента инвестирования, учитывающая фактор ликвидности =

$$= \frac{1000}{[(1 + 0,20) \times (1 + 0,02)]^2} = 546 \text{ усл. ден. ед.}$$

4.4 МЕТОДЫ ОЦЕНКИ 1.1 РАВНОМЕРНОСТИ И СИНХРОННОСТИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Управление денежными потоками требует постоянной оценки степени равномерности и синхронности их протекания во времени. Формирование методического инструментария такой оценки требует предварительного рассмотрения ряда базовых понятий, основными из которых являются следующие:

РАВНОМЕРНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК — денежный поток предприятия, который характеризуется одинаковыми объемами в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода времени.

ВАРИАТИВНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК — денежный поток предприятия, который в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода времени характеризуется изменяющимися объемами.

КОРРЕЛЯТИВНОСТЬ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ — характер связи между двумя видами денежных потоков предприятия, между формированием которых существует логическая зависимость.

СИНХРОННОСТЬ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ — уровень корреляции между двумя видами денежных потоков предприятия, находящимися между собой в коррелятивной связи.

Для оценки степени равномерности и синхронности протекания денежных потоков предприятия во времени используются следующие основные показатели:

а) **Дисперсия.** Она характеризует степень колеблемости объема рассматриваемого вида денежного потока в отдельные интервалы общего периода времени по отношению к его средней величине. Расчет дисперсии денежного потока осуществляется по следующей формуле:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 \times P_i,$$

- где σ^2 — дисперсия денежного потока;
 R_i — конкретное значение объема денежного потока в каждом интервале рассматриваемого общего периода времени;
 $\bar{R}$ — среднее значение денежного потока по интервалам рассматриваемого общего периода времени;
 P_i — частота (вероятность) формирования отдельных объемов денежного потока в различных интервалах рассматриваемого общего периода времени;
 n — число наблюдений.

б) **Среднеквадратическое (стандартное) отклонение.** Этот показатель является одним из наиболее распространенных при оценке равномерности денежного потока, также как и дисперсия определяющий степень его

колеблемости и построенный на ее основе. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 \times P_i},$$

где σ — среднеквадратическое (стандартное) отклонение денежного потока;

R_i — конкретное значение объема денежного потока в каждом интервале рассматриваемого общего периода времени;

$\bar{R}$ — среднее значение денежного потока по интервалам рассматриваемого общего периода времени;

P_i — частота (вероятность) формирования отдельных объемов денежного потока в различных интервалах рассматриваемого общего периода времени;

n — число наблюдений.

в) Коэффициент вариации. Он позволяет определить уровень колеблемости объемов различных денежных потоков во времени, если показатели среднего их объема различаются между собой. Расчет коэффициента вариации денежного потока осуществляется по следующей формуле:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{R}},$$

где CV — коэффициент вариации денежного потока;
 σ — среднеквадратическое (стандартное) отклонение денежного потока;

$\bar{R}$ — среднее значение денежного потока по интервалам рассматриваемого общего периода времени.

г) Коэффициент корреляции положительного и отрицательного денежных потоков во времени. Он позволяет определить уровень синхронности формирования этих видов денежных потоков предприятия в рассматриваемом периоде времени. Расчет этого коэффициента осуществляется по следующей формуле:

$$KK_{\text{дп}} = \sum_{i=1}^n P_{\text{п,о}} \left(\frac{\text{ПДП}_i - \overline{\text{ПДП}}}{\sigma_{\text{пдп}}} \right) \times \left(\frac{\text{ОДП}_i - \overline{\text{ОДП}}}{\sigma_{\text{одп}}} \right),$$

где $KK_{\text{дп}}$ — коэффициент корреляции положительного и отрицательного денежных потоков во времени;

$P_{\text{п,о}}$ — прогнозируемые вероятности отклонения денежных потоков от их среднего значения в плановом периоде;

ПДП_i — варианты сумм положительного денежного потока в отдельных интервалах планового периода;

$\overline{\text{ПДП}}$ — средняя сумма положительного денежного потока в одном интервале планового периода;

ОДП_i — варианты сумм отрицательного денежного потока в отдельных интервалах планового периода;

$\overline{\text{ОДП}}$ — средняя сумма отрицательного денежного потока в одном интервале планового периода;

$\sigma_{\text{пдп}}, \sigma_{\text{одп}}$ — среднеквадратическое (стандартное) отклонение сумм денежных потоков соответственно — положительного и отрицательного).

Выше был рассмотрен методический инструментарий вычислений, наиболее широко используемый в современной практике управления денежными потоками. Методический инструментарий расчетов отдельных специальных показателей рассматривается в последующих разделах.

ПОЛИТИКА УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Глава 5.

СУЩНОСТЬ ПОЛИТИКИ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ И ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОСТЬ ЕЕ РАЗРАБОТКИ

5.1. ПОНЯТИЕ ПОЛИТИКИ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ И ПРЕДПОСЫЛКИ ЕЕ ФОРМИРОВАНИЯ

На современном этапе все большее число предприятий осознают необходимость сознательного перспективного управления формированием денежных потоков на основе научной методологии предвидения их направлений и видов, адаптации к общим целям экономического развития предприятия и изменяющимся условиям внешней среды. Эффективным инструментом долгосрочного управления денежными потоками предприятия, подчиненного реализации целей общего его развития в условиях происходящих существенных изменений макроэкономических показателей, системы государственного регулирования денежного оборота, конъюнктуры финансового и товарного рынков и связанной с этим неопре-

деленностью результатов хозяйственной деятельности выступает политика управления денежными потоками.

Политика управления денежными потоками представляет собой часть общей экономической стратегии предприятия, обеспечивающая формирование приоритетных целей организации его денежного оборота и выбор наиболее эффективных путей их достижения.

Политику управления денежными потоками можно представить как генеральный план действий в сфере организации оборота денежных средств предприятия, определяющий приоритеты направлений и видов этих потоков, характер формирования и использования денежных ресурсов, обеспечивающих предусмотренное общее экономическое развитие предприятия. Резюмируя вышеизложенное, можно констатировать, что политика управления денежными потоками представляет собой системную концепцию, связующую развитие операционной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия.

Процесс разработки политики управления денежными потоками является важнейшей составной частью общей системы стратегического выбора предприятия, основными элементами которого являются миссия, общие стратегические цели развития, система функциональных стратегий в разрезе отдельных видов деятельности, способы формирования и распределения денежных ресурсов. При этом политика управления денежными потоками находится в определенной соподчиненности с другими элементами стратегического выбора предприятия. Иерархия такой соподчиненности в наиболее общем виде представлена на рис. 5.1.

Понимание взаимосвязи политики управления денежными потоками с другими важнейшими элементами стратегического выбора предприятия позволяет более эффективно строить процесс ее разработки.

Актуальность разработки политики управления денежными потоками предприятия определяется рядом условий.

Важнейшим из таких условий является интенсивность изменения факторов внешней экономической среды. Высокая динамика основных макроэкономических показателей, темпы технологического прогресса, частые колебания конъюнктуры финансового и товарного рын-



Рисунок 5.1. Иерархия взаимосвязи политики управления денежными потоками с другими основными элементами стратегического выбора предприятия

ков, непостоянство государственной налоговой и инвестиционной политики и форм регулирования денежного оборота не позволяют эффективно управлять денежными потоками предприятия на основе лишь ранее накопленного опыта и традиционных методов финансового менеджмента. В этих условиях отсутствие разработанной политики управления денежными потоками, адаптированной к возможным изменениям факторов внешней экономической среды, может привести к тому, что управленческие решения отдельных структурных подразделений предприятия в этой сфере будут носить разнонаправленный характер, приводить к возникновению противоречий и снижению эффективности хозяйственной деятельности в целом.

Одним из условий, определяющих актуальность разработки политики управления денежными потоками предприятия, является его предстоящий переход к новой стадии жизненного цикла. Каждой из стадий жизненного цикла предприятия присущи характерные ей

объемы денежных потоков, их направления и виды, особенности формирования и распределения денежных средств. Разрабатываемая политика управления денежными потоками позволяет заблаговременно адаптировать хозяйственную деятельность и денежный оборот предприятия к предстоящим кардинальным изменениям возможностей его экономического развития.

Наконец, существенным условием, определяющим актуальность разработки политики управления денежными потоками, является кардинальное изменение целей операционной деятельности предприятия, связанное с открывающимися новыми коммерческими возможностями. Реализация таких целей требует изменения производственного ассортимента, внедрения новых производственных технологий, освоения новых рынков сбыта продукции, т.е. существенного возрастания инвестиционной активности предприятия и объемов привлекаемых финансовых ресурсов. В этих условиях существенно изменяются направления и виды денежных потоков предприятия, которые должны носить прогнозируемый характер и обеспечиваться разработкой четко сформулированной политикой управления ими.

Разработка политики управления денежными потоками предприятия на современном этапе базируется на методологических подходах новой концепции управления — “стратегического управления”, — активно внедряемой с начала 70-х годов в корпорациях США и большинства стран Западной Европы. Концепция стратегического управления отражает четкое стратегическое позиционирование предприятия (включая и позицию организации его денежных потоков), представленное в системе принципов и целей его функционирования, механизме взаимодействия субъекта и объекта управления, характере взаимоотношений между элементами хозяйственной и организационной структуры и формах адаптации к изменяющимся условиям внешней среды.

Стратегическое управление возникло на основе развития методологии стратегического планирования, которое составляет его сущностную основу. В отличие от обычного долгосрочного планирования, основанного на концепции экстраполяции сложившихся тенденций развития, стратегическое планирование учитывает не только

эти тенденции, но и систему возможностей и опасностей развития предприятия, возникновение чрезвычайных ситуаций, способных изменить сложившиеся тенденции в предстоящем периоде.

Основанная на новой парадигме разработка политики управления денежными потоками базируется на предварительной идентификации достигнутого стратегического уровня предприятия. В процессе такой идентификации должно быть получено четкое представление о следующих параметрах, характеризующих возможности и ограничения развития денежного оборота предприятия:

1. Каков уровень стратегического мышления собственников, управляющих и менеджеров предприятия?

2. Каков уровень знаний менеджеров предприятия (их информативной осведомленности) о состоянии и предстоящей динамике важнейших элементов внешней экономической среды?

3. Какими денежными ресурсами располагает предприятие, каковы возможности перспективного их формирования, как обеспечена их противoinфляционная защита в процессе накопления?

4. Соответствует ли уровень деловой активности предприятия текущим и перспективным требованиям его развития, насколько полно используется потенциал формирования его развития, насколько полно используется потенциал формирования его денежных ресурсов?

5. Имеется ли на предприятии целостная стратегическая концепция в виде миссии, общей стратегии, системы функциональных стратегий; в какой мере эта стратегическая концепция структурирована в разрезе отдельных хозяйственных подразделений?

6. Какова эффективность действующих на предприятии систем анализа, планирования и контроля денежных потоков; в какой мере они ориентированы на решение стратегических задач?

7. Соответствует ли организационная структура управления хозяйственной деятельностью предприятия задачам его перспективного развития?

8. Каков уровень деловой культуры менеджеров, управляющих денежными потоками, насколько тесно он корреспондирует с организационной культурой предприятия в целом.

Идентификация этих параметров позволяет непосредственно перейти к разработке политики управления денежными потоками предприятия.

5.2. ПРИНЦИПЫ И ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОСТЬ РАЗРАБОТКИ ПОЛИТИКИ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ

В основе разработки политики управления денежными потоками предприятия лежат принципы новой управленческой парадигмы — системы стратегического управления. К числу основных из этих принципов, обеспечивающих процесс разработки политики управления денежными потоками предприятия, относятся (рис. 5.2):

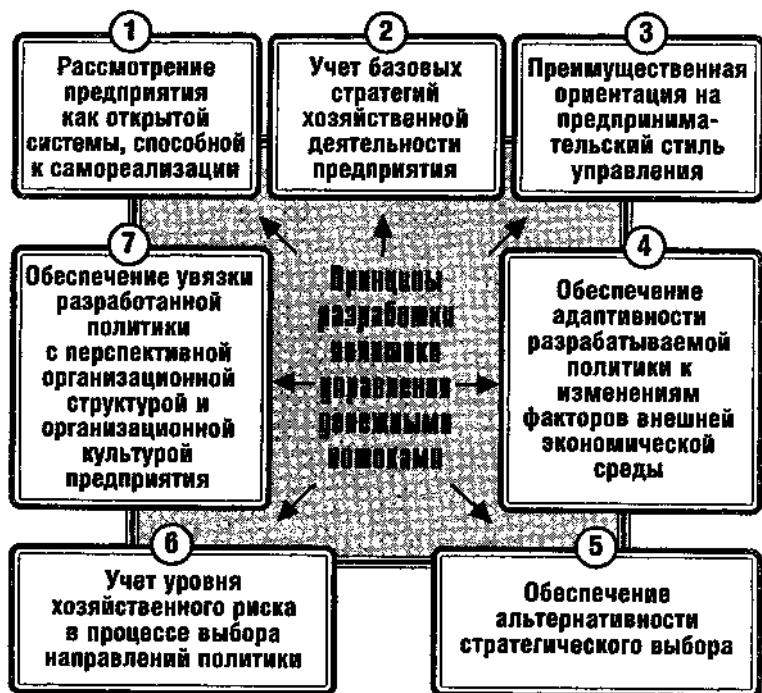


Рисунок 5.2. Основные принципы разработки политики управления денежными потоками предприятия

1. Рассмотрение предприятия как открытой системы, способной к самореализации. Этот принцип стратегического управления состоит в том, что при разработке политики управления денежными потоками предприятие рассматривается как определенная система, полностью открытая для активного взаимодействия с факторами внешней экономической среды. В процессе такого взаимодействия предприятию присуще свойство обретения соответствующей пространственной, временной или функциональной структуры без специфического воздействия извне в условиях экономики рыночного типа, которое рассматривается как его способность к самоорганизации. Открытость предприятия как социальной экономической системы и его способность к самоорганизации позволяют обеспечивать качественно иной уровень формирования политики управления его денежными потоками.

2. Учет базовых стратегий хозяйственной деятельности предприятия. Являясь частью общей экономической стратегии предприятия, обеспечивающей в первую очередь развитие его операционной, инвестиционной и финансовой деятельности, политика управления денежными потоками носит по отношению к ней подчиненный характер. Поэтому она должна быть согласована со стратегическими целями и направлениями всех основных видов хозяйственной деятельности предприятия. Политика управления денежными потоками при этом рассматривается как один из главных факторов обеспечения эффективного развития предприятия в соответствии с избранной им общей экономической стратегией.

Все многообразие стратегий экономического развития предприятия, реализацию которых призвана обеспечивать политика управления денежными потоками, может быть сведена к следующим базовым их видам:

Ограниченный рост. Этот тип экономической стратегии используется предприятием со стабильным ассортиментом продукции и производственными технологиями, слабо подверженными влиянию технологического прогресса. Выбор такой стратегии возможен в условиях относительно слабых колебаний конъюнктуры товарного рынка и стабильной конкурентной позиции предприятия. Соответственно, политика управления денежными потоками в этих условиях должна быть направлена в

первую очередь на эффективное осуществление операционного цикла предприятия, обеспечение производственных процессов и прироста активов, необходимых для ограниченного роста объемов производства и реализации продукции. Стратегические изменения в объемах, видах и организации денежных потоков предприятия в этом случае сводятся к минимуму.

Ускоренный рост. Такой тип экономической стратегии избирают, как правило, предприятия, находящиеся на ранних стадиях своего жизненного цикла, а также в динамично развивающихся отраслях под воздействием технологического прогресса. Политика управления денежными потоками предприятия в этом случае носит наиболее сложный характер за счет необходимости обеспечения высоких темпов наращивания объемов денежных ресурсов, диверсификации денежных потоков по направлениям, видам, регионам и т.п.

Сокращение (или сжатие). Эта экономическая стратегия наиболее часто избирается предприятиями, находящимися на последних стадиях своего жизненного цикла, а также в стадии финансового кризиса. Она основана на принципе "отсечения лишнего", предусматривающем сокращение объема и ассортимента выпускаемой продукции, уход с отдельных сегментов рынка и т.п. Политика управления денежными потоками в этих условиях призвана обеспечить эффективное дезинвестирование и высокую маневренность использования высвобождающихся денежных средств в направлениях хозяйственной деятельности, обеспечивающих дальнейшую финансовую стабилизацию предприятия.

Сочетание (или комбинирование). Такая экономическая стратегия предприятия интегрирует в себе рассмотренные различные типы частных стратегий отдельных стратегических зон хозяйствования или стратегических хозяйственных центров предприятия. Эта стратегия характерна для наиболее крупных предприятий (организаций) с широкой отраслевой и региональной диверсификацией хозяйственной деятельности. Соответственно, политика управления денежными потоками таких предприятий (организаций) дифференцируется в разрезе отдельных стратегических структурных подразделений, будучи подчинена различным стратегическим целям их экономического развития.

3. Преимущественная ориентация на предпринимательский стиль управления. Экономическое поведение предприятия в стратегической перспективе характеризуется приростным или предпринимательским стилем, что формирует и соответствующий стиль управления.

Основу *приростного стиля экономического поведения* составляет постановка стратегических целей (включая цели политики управления денежными потоками) от достигнутого уровня хозяйственной деятельности с минимизацией альтернативности принимаемых управленческих решений в сфере денежного оборота предприятия. Кардинальные изменения направлений, видов и форм организации денежных потоков осуществляется лишь как отклик на изменения операционной стратегии предприятия. Такой стиль экономического поведения характерен обычно для предприятий, достигших стадии зрелости своего жизненного цикла.

Основу *предпринимательского стиля экономического поведения* составляет активный поиск эффективных управленческих решений по всем направлениям и формам хозяйственной деятельности. Этот стиль экономического поведения связан с постоянной трансформацией объемов, направлений, видов и форм организации денежных потоков предприятий на всем пути к достижению стратегических целей его экономического развития с учетом изменяющихся факторов внешней экономической среды.

В современной литературе приростный стиль экономического поведения предприятия в стратегической перспективе, а соответственно и базис формирования политики управления его денежными потоками, рассматривается как консервативный, в то время как предпринимательский стиль — как агрессивный, ориентированный на ускоренный рост. При этом большинство экономистов приходит к выводу, что предпринимательский стиль экономического поведения предприятия (и соответствующий базис формирования его денежных потоков) в наибольшей степени корреспондирует с новой управленческой парадигмой — стратегическим управлением.

4. Обеспечение адаптивности разрабатываемой политики к изменениям факторов внешней экономической среды. Эта адаптивность реализуется в системе общего situa-

ционного подхода к предстоящей хозяйственной деятельности предприятия, определяемого парадигмой стратегического управления. Суть этого основополагающего подхода состоит в том, что все предстоящие стратегические изменения в объемах, направлениях, видах, формах организации денежных потоков являются прогнозируемой или оперативной реакцией предприятия на соответствующие изменения различных факторов внешней экономической среды.

Так, если прогнозируемые параметры внешней экономической среды являются относительно стабильными, предприятие имеет возможность в большей степени детализировать свою политику управления денежными потоками, централизовать систему их планирования и контроля, сформировать более жесткую стратегическую организационную структуру управления денежным оборотом. И наоборот, — если прогнозируемая внешняя экономическая среда характеризуется нестабильностью основных параметров, а ее изменения создают определенные угрозы или открывают новые хозяйственные возможности, политика управления денежными потоками предприятия должна носить более общий и гибкий характер, обеспечиваться более децентрализованной организационной структурой управления, позволяющими адекватно реагировать на происходящие изменения экономических условий хозяйствования, конъюнктуры финансового и товарного рынков и т.п. В процессе обеспечения адаптивности политики управления денежными потоками к меняющимся параметрам внешней экономической среды маневр в перераспределении денежных ресурсов играет гораздо большую роль в осуществлении эффективной хозяйственной деятельности, чем четкое исполнение заранее намеченных направлений их расходования.

5. Обеспечение альтернативности стратегического выбора. В основе стратегических управленческих решений в сфере организации денежного оборота предприятия должен лежать активный поиск альтернативных вариантов формирования его денежных потоков, разработка соответствующих направлений политики управления или формирование механизмов эффективной ее реализации. Альтернативность является важнейшей отличительной чертой всей системы стратегического управ-

ления предприятием и связана со всеми основными элементами разрабатываемой политики управления его денежными потоками — целями их формирования, источниками формирования денежных ресурсов, направлениями их расходования и т.п.

6. Учет уровня хозяйственного риска в процессе выбора направлений политики. Практически все основные управленческие решения, принимаемые в процессе формирования политики управления денежными потоками, в той или иной степени влияют на уровень хозяйственного риска (операционного, инвестиционного, финансового). В первую очередь, это связано с выбором источников формирования денежных ресурсов, направлениями их расходования, определением инструментов денежных расчетов с контрагентами. Особенно сильно влияние управленческих решений в области формирования денежных потоков на уровень хозяйственного риска предприятия возрастает в периоды колебаний ставки процента и роста инфляции. В связи с различным менталитетом экономического поведения по отношению к уровню допустимых рисков на каждом предприятии в процессе разработки политики управления денежными потоками этот параметр должен устанавливаться дифференцированно.

7. Обеспечение увязки разработанной политики с перспективной организационной структурой и организационной культурой предприятия. Важнейшим условием эффективной реализации политики управления денежными потоками являются соответствующие ей изменения организационной структуры управления и организационной культуры. Эти изменения должны быть учтены в процессе разработки отдельных параметров политики управления денежными потоками, обеспечивающих ее реализуемость.

Процесс разработки политики управления денежными потоками предприятия осуществляется по следующим основным этапам (рис. 5.3.).

1. Идентификация различных видов и объемов денежных потоков предприятия в процессе их учета. В процессе осуществления этого этапа разработки политики управления денежными потоками обеспечивается координация функций и задач служб бухгалтерского учета и финан-



Рисунок 5.3. Основные этапы процесса разработки политики управления денежными потоками предприятия

сового менеджмента предприятия по созданию необходимой информационной базы этого управления.

Основной целью организации учета и формирования соответствующей отчетности, характеризующей денежные потоки предприятия различных видов, является обеспечение финансовых менеджеров необходимой информацией для проведения всестороннего их анализа, планирования и контроля.

В соответствии с международными стандартами учета и сложившейся практикой для подготовки отчетности о движении денежных средств используются два основных метода — *косвенный и прямой*. Эти методы различаются между собой полнотой представления данных о денежных потоках предприятия, исходной информацией для разработки отчетности и другими параметрами.

Косвенный метод направлен на получение данных, характеризующих *чистый денежный поток* предприятия в отчетном периоде. Источником информации для разработки отчетности о движении денежных средств предприятия этим методом являются отчетный баланс и отчет о финансовых результатах и их использовании. Расчет чистого денежного потока предприятия косвенным методом осуществляется по видам хозяйственной деятельности и предприятию в целом.

По операционной деятельности базовым элементом расчета чистого денежного потока предприятия косвенным методом выступает его чистая прибыль, полученная в отчетном периоде. Путем внесения соответствующих корректив чистая прибыль преобразуется затем в показатель чистого денежного потока. Принципиальная формула, по которой осуществляется расчет этого показателя по операционной деятельности, имеет следующий вид:

$$\text{ЧДП}_0 = \text{ЧП} + A_{\text{ос}} + A_{\text{на}} \pm \Delta\text{ДЗ} \pm \Delta\text{З}_{\text{тм}} \pm \Delta\text{КЗ} \pm \Delta\text{Р},$$

где ЧДП_0 — сумма чистого денежного потока предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде;

ЧП — сумма чистой прибыли предприятия;

$A_{\text{ос}}$ — сумма амортизации основных средств;

$A_{\text{на}}$ — сумма амортизации нематериальных активов;

$\Delta\text{ДЗ}$ — прирост (снижение) суммы дебиторской задолженности;

$\Delta Z_{\text{тм}}$ — прирост (снижение) суммы запасов товарно-материальных ценностей, входящих состав оборотных активов;

$\Delta KЗ$ — прирост (снижение) суммы кредиторской задолженности;

ΔP — прирост (снижение) суммы резервного и других страховых фондов.

По инвестиционной деятельности сумма чистого денежного потока определяется как разница между суммой реализации отдельных видов внеоборотных активов и суммой их приобретения в отчетном периоде. Принципиальная формула, по которой осуществляется расчет этого показателя по инвестиционной деятельности, имеет следующий вид:

$$\text{ЧДП}_{\text{и}} = P_{\text{ос}} + P_{\text{на}} + P_{\text{дфи}} + P_{\text{са}} + D_{\text{п}} - \Pi_{\text{ос}} - \Delta \text{НКС} - \Pi_{\text{на}} - \Pi_{\text{дфи}} - B_{\text{са}},$$

где $\text{ЧДП}_{\text{и}}$ — сумма чистого денежного потока предприятия по инвестиционной деятельности в рассматриваемом периоде;

$P_{\text{ос}}$ — сумма реализации выбывших основных средств;

$P_{\text{на}}$ — сумма реализации выбывших нематериальных активов;

$P_{\text{дфи}}$ — сумма реализации долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля предприятия;

$P_{\text{са}}$ — сумма повторной реализации ранее выкупленных собственных акций предприятия;

$D_{\text{п}}$ — сумма дивидендов (процентов), полученных предприятием по долгосрочным финансовым инструментам инвестиционного портфеля;

$\Pi_{\text{ос}}$ — сумма приобретенных основных средств;

$\Delta \text{НКС}$ — сумма прироста незавершенного капитального строительства;

$\Pi_{\text{на}}$ — сумма приобретения нематериальных активов;

$\Pi_{\text{дфи}}$ — сумма приобретения долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля предприятия;

$B_{\text{са}}$ — сумма выкупленных собственных акций предприятия.

По финансовой деятельности сумма чистого денежного потока определяется как разница между суммой финансовых ресурсов, привлеченных из внешних источников, и суммой основного долга, а также дивидендов (процентов), выплаченных собственникам предприятия. Принципиальная формула, по которой осуществляется расчет этого показателя по финансовой деятельности, имеет следующий вид:

$$\text{ЧДП}_\text{ф} = \text{П}_\text{ск} + \text{П}_\text{дк} + \text{П}_\text{кк} + \text{БЦФ} - \\ - \text{В}_\text{дк} - \text{В}_\text{кк} - \text{Д}_\text{у},$$

где $\text{ЧДП}_\text{ф}$ — сумма чистого денежного потока предприятия по финансовой деятельности в рассматриваемом периоде;

$\text{П}_\text{ск}$ — сумма дополнительно привлеченного из внешних источников собственного акционерного или паевого капитала;

$\text{П}_\text{дк}$ — сумма дополнительно привлеченных долгосрочных кредитов и займов;

$\text{П}_\text{кк}$ — сумма дополнительно привлеченных краткосрочных кредитов и займов;

БЦФ — сумма средств, поступивших в порядке безвозмездного целевого финансирования предприятия;

$\text{В}_\text{дк}$ — сумма выплаты (погашения) основного долга по долгосрочным кредитам и займам;

$\text{В}_\text{кк}$ — сумма выплаты (погашения) основного долга по краткосрочным кредитам и займам;

$\text{Д}_\text{у}$ — сумма дивидендов (процентов), уплаченных собственникам предприятия (акционерам) на вложенный капитал (акции, пай и т.п.).

Результаты расчета суммы чистого денежного потока по операционной, инвестиционной и финансовой деятельности позволяют определить общий его размер по предприятию в отчетном периоде. Этот показатель рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ЧДП}_\text{п} = \text{ЧДП}_\text{о} + \text{ЧДП}_\text{и} + \text{ЧДП}_\text{ф},$$

где $\text{ЧДП}_\text{п}$ — общая сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде;

$\text{ЧДП}_\text{о}$ — сумма чистого денежного потока предприятия по операционной деятельности;

$\text{ЧДП}_и$ — сумма чистого денежного потока предприятия по инвестиционной деятельности;

$\text{ЧДП}_ф$ — сумма чистого денежного потока предприятия по финансовой деятельности;

Использование косвенного метода расчета движения денежных средств позволяет определить потенциал формирования предприятием основного внутреннего источника финансирования своего развития — чистого денежного потока по операционной и инвестиционной деятельности, а также выявить динамику всех факторов, влияющих на его формирование. Кроме того, следует отметить относительно низкую трудоемкость формирования отчетности о движении денежных средств, так как подавляющее большинство необходимых для расчета косвенным методом показателей содержится в иных формах действующей финансовой отчетности предприятия.

Прямой метод направлен на получение данных, характеризующих как *валовой*, так и *чистый денежный поток* предприятия в отчетном периоде. Он призван отражать весь объем поступления и расходования денежных средств в разрезе отдельных видов хозяйственной деятельности и по предприятию в целом. Различия полученных результатов расчета денежных потоков прямым и косвенным методом относятся только к операционной деятельности предприятия. При использовании прямого метода расчета денежных потоков используются непосредственные данные бухгалтерского учета, характеризующие все виды поступлений и расходования денежных средств.

Принципиальная формула, по которой осуществляется расчет суммы чистого денежного потока по операционной деятельности предприятия прямым методом, имеет следующий вид:

$$\text{ЧДП}_о = \text{РП} + \text{ПП}_о - \text{З}_{\text{тм}} - \text{ЗП}_{\text{оп}} - \text{ЗП}_{\text{ау}} - \\ - \text{НБ}_б - \text{НП}_{\text{вф}} - \text{ПВ}_о,$$

где $\text{ЧДП}_о$ — сумма чистого денежного потока предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде;

РП — сумма денежных средств, полученных от реализации продукции;

- ПП** — сумма прочих поступлений денежных средств в процессе операционной деятельности;
- З** — сумма денежных средств, выплаченных за приобретение сырья, материалов и полуфабрикатов у поставщиков;
- З_{Поп}** — сумма заработной платы, выплаченной оперативному персоналу;
- З_{Пау}** — сумма заработной платы, выплаченной административно-управленческому персоналу;
- НП_б** — сумма налоговых платежей, перечисленная в бюджет;
- НП_{вф}** — сумма налоговых платежей, перечисленная во внебюджетные фонды;
- ПВ_о** — сумма прочих выплат денежных средств в процессе операционной деятельности.

Расчеты суммы чистого денежного потока предприятия по инвестиционной и финансовой деятельности, а также по предприятию в целом осуществляются по тем же алгоритмам, что и при косвенном методе.

В соответствии с принципами международного учета метод расчета денежных потоков предприятие выбирает самостоятельно, однако более предпочтительным считается прямой метод, позволяющий получить более полное представление об их объеме и составе.

2. Анализ тенденций развития денежных потоков предприятия в предшествующем периоде. Основной целью этого анализа является выявление уровня достаточности формирования денежных средств, эффективности их использования, а также сбалансированности положительного и отрицательного денежных потоков предприятия по объему и во времени. Анализ денежных потоков проводится по предприятию в целом, в разрезе основных видов его хозяйственной деятельности, по отдельным структурным подразделениям ("центрам ответственности").

На первом этапе анализа рассматривается динамика объема формирования положительного денежного потока предприятия в разрезе отдельных источников. В процессе этого аспекта анализа темпы прироста положительного денежного потока сопоставляются с темпами прироста активов предприятия, объемов производства и реализации продукции. Особое внимание на этом этапе анализа уделяется изучению соотношения привлечения

денежных средств за счет внутренних и внешних источников, выявлению степени зависимости развития предприятия от внешних источников финансирования.

На втором этапе анализа рассматривается динамика объема формирования отрицательного денежного потока предприятия, а также структуры этого потока по направлениям расходования денежных средств. В процессе этого этапа анализа определяется насколько соразмерно развивались за счет расходования денежных средств отдельные виды активов предприятия, обеспечивающие прирост его рыночной стоимости; по каким направлениям использовались денежные средства, привлеченные из внешних источников; в какой мере погашалась сумма основного долга по привлеченным ранее кредитам и займам.

На третьем этапе анализа рассматривается сбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков по общему объему; изучается динамика показателя чистого денежного потока как важнейшего результативного показателя финансовой деятельности предприятия и индикатора уровня сбалансированности его денежных потоков в целом. В процессе анализа определяется роль и место чистой прибыли предприятия в формировании его чистого денежного потока; выявляется степень достаточности амортизационных отчислений с позиций необходимого обновления основных средств и нематериальных активов.

Особое место в процессе этого этапа анализа уделяется *“качеству чистого денежного потока”* — обобщенной характеристике структуры источников формирования этого показателя. Высокое качество чистого денежного потока характеризуется ростом удельного веса чистой прибыли, полученной за счет роста выпуска продукции и снижения ее себестоимости, а низкое — за счет увеличения доли чистой прибыли, связанного с ростом цен на продукцию, осуществлением внереализационных операций и т.п.

Одним из аспектов анализа, осуществляемого на этом этапе, является определение достаточности генерируемого предприятием чистого денежного потока с позиций финансируемых им потребностей. В этих целях используется *“коэффициент достаточности чистого денежного потока”* (формула которого рассмотрена ранее). В це-

лях устранения влияния хозяйственных циклов, расчет коэффициента достаточности чистого денежного потока предприятия рекомендуется осуществлять за три последних года (но не менее чем за полный хозяйственный год).

На четвертом этапе анализа исследуется синхронность формирования положительного и отрицательного денежных потоков в разрезе отдельных интервалов отчетного периода; рассматривается динамика остатков денежных активов предприятия, отражающая уровень этой синхронности и обеспечивающая абсолютную платежеспособность. В процессе исследования синхронности формирования различных видов денежных потоков рассчитывается динамика коэффициента ликвидности денежного потока предприятия в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода.

На пятом этапе анализа определяется эффективность денежных потоков предприятия. Обобщающим показателем такой оценки выступает коэффициент эффективности денежного потока предприятия. Определенное представление об уровне эффективности денежного потока позволяет получить и коэффициент реинвестирования чистого денежного потока.

Эти обобщающие показатели могут быть дополнены рядом частных показателей — коэффициентом рентабельности использования среднего остатка денежных активов в краткосрочных финансовых вложениях; коэффициентом рентабельности использования среднего остатка накапливаемых инвестиционных ресурсов в долгосрочных финансовых вложениях и т.п.

Результаты анализа используются для выявления резервов оптимизации денежных потоков предприятия и их планирования на предстоящий период.

3. Исследование и прогнозирование факторов, влияющих на формирование денежных потоков предприятия. Такое исследование предопределяет изучение внешних и внутренних условий формирования денежных потоков предприятия и возможного их изменения в предстоящем периоде. На этом этапе разработки политики изучаются экономико-правовые условия развития хозяйственной деятельности предприятия и формы их регламентации, анализируется конъюнктура финансового и

товарного рынков и факторы, ее определяющие, а также разрабатывается прогноз конъюнктуры в разрезе отдельных сегментов этих рынков, связанных с предстоящей хозяйственной деятельностью предприятия.

В процессе факторного исследования необходимо определить, обладает ли предприятие достаточным потенциалом для формирования необходимого объема денежных ресурсов, чтобы воспользоваться открывающимися коммерческими возможностями, а также выявить, какие внутренние его параметры ослабляют результативность формирования денежных ресурсов.

4. Формирование системы целевых параметров организации денежных потоков предприятия. Главной целью этого процесса является повышение уровня благосостояния собственников предприятия и максимизация его рыночной стоимости. Вместе с тем эта главная цель требует определенной конкретизации по различным уровням реализации с учетом стратегических задач и особенностей предстоящего развития хозяйственной деятельности предприятия.

Система целевых параметров организации денежных потоков предприятия должна охватывать критерияльные показатели оптимизации объема формирования денежных ресурсов и структуры источников их привлечения; стоимости привлечения денежного капитала во всех его формах; оптимизации объемов распределения денежных ресурсов по отдельным направлениям; скорости денежного оборота и т.п. Учитывая, что этот этап формирования политики управления денежными потоками представляет наибольшую сложность, он подробно рассматривается в специальном разделе.

5. Обоснование управленческих подходов к выбору источников формирования денежных ресурсов предприятия. Алгоритмы управленческих решений, включаемых в политику формирования входящих денежных потоков предприятия, должны обеспечивать формирование его денежных ресурсов в необходимом объеме; финансовую устойчивость предприятия в процессе его развития, а также минимизацию стоимости привлечения денежных средств. Схема источников формирования денежных ресурсов предприятия должна учитывать целевые параметры структуры и стоимости капитала, установленные

на предприятии, а также достаточную диверсификацию этих источников по видам и срокам привлечения.

6. Обоснование управленческих подходов к оптимизации распределения денежных ресурсов по основным направлениям их расходования. Этот этап разработки политики управления денежными потоками предприятия в наибольшей степени обеспечивает реализацию главной цели этого управления — максимизацию благосостояния собственников и роста рыночной стоимости предприятия. В процессе оптимизации распределения денежных ресурсов приоритетной задачей является обеспечение эффективного развития операционной деятельности (инвестиционная и финансовая деятельность призваны лишь обеспечивать развитие основной деятельности предприятия). В рамках каждого из видов деятельности распределение денежных ресурсов должно опираться на соответствующие критериальные показатели, в первую очередь, уровень доходности и риска.

7. Обеспечение сбалансированности формирования отдельных видов денежных потоков. Такая сбалансированность должна обеспечиваться в процессе управления денежными потоками по предприятию в целом, по отдельным видам его деятельности, по различным "центрам ответственности". В процессе этого этапа обеспечивается следующая форма балансовой связи отдельных показателей денежного потока:

$$ДА_n + ПДП = ОДП + ДА_k,$$

где $ДА_n$ — сумма остатка денежных активов и их эквивалентов на начало периода;

$ПДП$ — сумма валового положительного денежного потока (поступления денежных средств);

$ОДП$ — сумма валового отрицательного денежного потока (расходования денежных средств);

$ДА_k$ — сумма остатка денежных активов и их эквивалентов на конец периода.

Сбалансированность формирования отдельных видов денежных потоков предприятия обеспечивается в процессе их текущего планирования.

8. Обеспечение синхронности формирования отдельных видов денежных потоков во времени. Этот этап раз-

работки политики управления денежными потоками направлен на обеспечение постоянной платежеспособности предприятия на всех этапах его предстоящего развития (в разрезе каждого из интервалов общего периода). Система методов обеспечения такой синхронности предусматривает управление выравниванием их объемов по отдельным интервалам, ускорением или замедлением отдельных видов платежного оборота.

9. Обеспечение эффективного контроля денежных потоков предприятия. Объектом такого контроля являются выполнение установленных плановых заданий по формированию объема денежных средств и их расходованию по предусмотренным направлениям; равномерность формирования денежных потоков во времени; ликвидность денежных потоков и их эффективность. Эти показатели контролируются в процессе мониторинга денежных потоков предприятия.

10. Оценка результативности разработанной политики управления денежными потоками. Этот этап завершает процесс разработки политики управления денежными потоками предприятия. Такая оценка проводится по системе специальных экономических и внеэкономических критериев, устанавливаемых предприятием.

Глава 6.

МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К РАЗРАБОТКЕ ПОЛИТИКИ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ

6.1. ИССЛЕДОВАНИЕ ФАКТОРОВ, ВЛИЯЮЩИХ НА ФОРМИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

Важнейшей предпосылкой разработки политики управления денежными потоками предприятия является изучение факторов, влияющих на их объемы и характер формирования во времени. Эти факторы можно подразделить на внешние и внутренние. Система основных факторов, влияющих на формирование денежных потоков предприятия, приведена на рис. 6.1.

В системе внешних факторов основную роль играют следующие:

1. *Конъюнктура товарного рынка.* Изменение конъюнктуры этого рынка определяет изменение главной компоненты положительного денежного потока предприятия — объема поступления денежных средств от реализации продукции. Повышение конъюнктуры товарного рынка, в сегменте которого предприятие осуществляет свою операционную деятельность, приводит к росту объема положительного денежного потока по этому виду хозяйственной деятельности. И наоборот — спад конъюнктуры вызывает так называемый “спазм ликвидности”, характеризующий вызванную этим спадом временную нехватку денежных средств при скоплении на предприятии значительных запасов готовой продукции, которая не может быть реализована.

2. *Конъюнктура фондового рынка.* Характер этой конъюнктуры влияет прежде всего на возможности формирования денежных потоков за счет эмиссии акций и облигаций предприятия. Кроме того, конъюнктура фондового рынка определяет возможность эффективного использования временно свободного остатка денежных средств, вызванного несостыкованностью объемов положи-

ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ФОРМИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

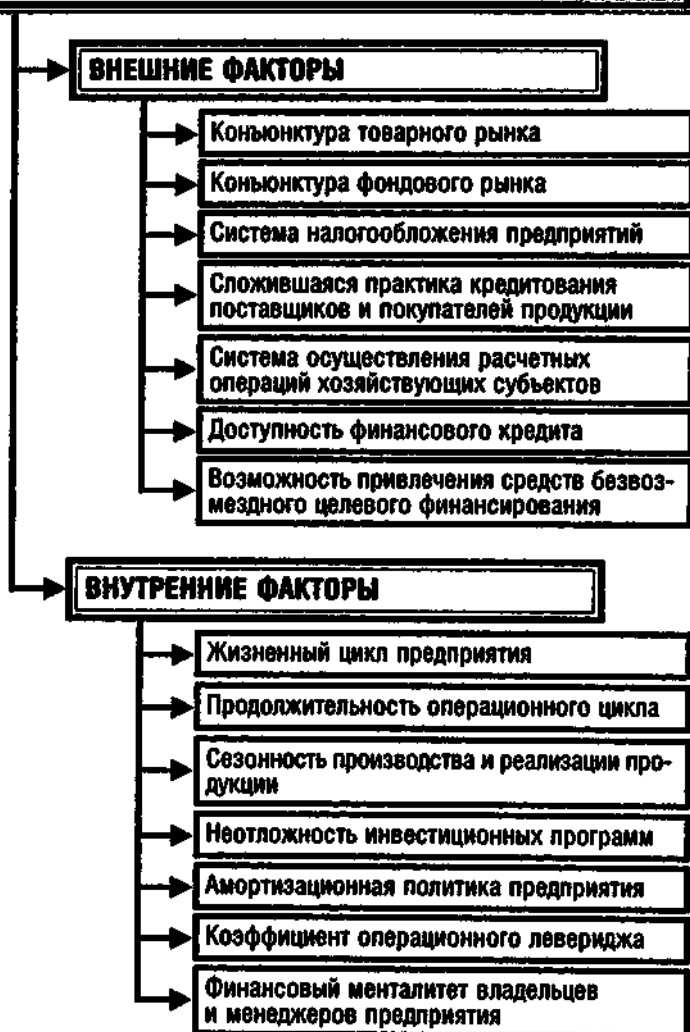


Рисунок 6.1. Система основных факторов, влияющих на формирование денежных потоков предприятия

тельного и отрицательного денежных потоков предприятия во времени. Наконец, конъюнктура фондового рынка влияет на формирование объемов денежных потоков, генерируемых портфелем ценных бумаг предприятия, в форме получаемых процентов и дивидендов.

3. *Система налогообложения предприятий.* Налоговые платежи составляют значительную часть объема отрицательного денежного потока предприятия, а установленный график их осуществления определяет характер этого потока во времени. Поэтому любые изменения в налоговой системе — появление новых видов налогов, изменение ставок налогообложения, отмена или предоставление налоговых льгот, изменение графика внесения налоговых платежей и т.п. — определяют соответствующие изменения в объеме и характере отрицательного денежного потока предприятия

4. *Сложившаяся практика кредитования поставщиков и покупателей продукции.* Эта практика определяет сложившийся порядок приобретения продукции — на условиях ее предоплаты; на условиях наличного платежа (“платежа против документов”); на условиях отсрочки платежа (предоставления коммерческого кредита). Влияние этого фактора проявляется в формировании как положительного (при реализации продукции), так и отрицательного (при закупке сырья, материалов, полуфабрикатов, комплектующих изделий и т.п.) денежного потока предприятия во времени.

5. *Система осуществления расчетных операций хозяйствующих субъектов.* Характер расчетных операций влияет на формирование денежных потоков во времени: если расчет наличными деньгами ускоряет осуществление этих потоков, то расчеты чеками, аккредитивами и другими платежными документами эти потоки соответственно замедляют.

6. *Доступность финансового кредита.* Эта доступность во многом определяется сложившейся конъюнктурой кредитного рынка (поэтому этот фактор рассматривается как внешний, не учитывающий уровень кредитоспособности конкретных предприятий). В зависимости от конъюнктуры этого рынка растет или снижается объем предложения “коротких” или “длинных”, “дорогих” или “дешевых” денег, а соответственно и возможность форми-

рования денежных потоков предприятия за счет этого источника (как положительных — при получении финансового кредита, так и отрицательных — при его обслуживании и амортизации суммы основного долга).

7. Возможность привлечения средств безвозмездного целевого финансирования. Такой возможностью обладают в основном государственные предприятия различного уровня подчинения. Влияние этого фактора проявляется в том, что формируя определенный дополнительный объем положительного денежного потока, он не вызывает соответствующего объема формирования отрицательного денежного потока. Это создает положительные предпосылки к росту суммы чистого денежного потока предприятия.

В системе внутренних факторов основную роль играют следующие:

1. Жизненный цикл предприятия. На разных стадиях этого жизненного цикла формируются не только разные объемы денежных потоков, но и их виды (по структуре источников формирования положительного денежного потока и направлений использования отрицательного денежного потока). Характер поступательного развития предприятия по стадиям жизненного цикла играет большую роль в прогнозировании объемов и видов его денежных потоков.

2. Продолжительность операционного цикла. Чем короче продолжительность этого цикла, тем больше оборотов совершают денежные средства, инвестированные в оборотные активы, и соответственно тем больше объем и выше интенсивность как положительного, так и отрицательного денежных потоков предприятия. Увеличение объемов денежных потоков при ускорении операционного цикла не только не приводит к росту потребности в денежных средствах, инвестированных в оборотные активы, но даже снижает размер этой потребности.

3. Сезонность производства и реализации продукции. По источникам своего возникновения (сезонные условия производства, сезонные особенности спроса) этот фактор можно было бы отнести к числу внешних, однако технологический прогресс позволяет предприятию оказывать непосредственное воздействие на интенсивность его проявления. Этот фактор оказывает существенное влияние на формирование денежных потоков предприя-

тия во времени, определяя ликвидность этих потоков в разрезе отдельных временных интервалов. Кроме того, этот фактор необходимо учитывать в процессе управления эффективностью использования временно свободных остатков денежных средств, вызванных отрицательной корреляцией положительного и отрицательного денежных потоков во времени.

4. *Неотложность инвестиционных программ.* Степень этой неотложности формирует потребность в объеме соответствующего отрицательного денежного потока, увеличивая одновременно необходимость формирования положительного денежного потока. Этот фактор оказывает существенное влияние не только на объемы денежных потоков предприятия, но и на характер их протекания во времени.

5. *Амортизационная политика предприятия.* Избранные предприятием методы амортизации основных средств, а также сроки амортизации нематериальных активов создают различную интенсивность амортизационных потоков, которые денежными средствами непосредственно не обслуживаются. Это порождает иллюзивную точку зрения, что амортизационные потоки к денежным потокам отношения не имеют. Вместе с тем, амортизационные потоки — их объем и интенсивность, — являясь самостоятельным элементом формирования цены продукции, оказывают существенное влияние на объем положительного денежного потока предприятия в составе основной его компоненты — поступлении денежных средств от реализации продукции. Влияние амортизационной политики предприятия проявляется в особенностях формирования его чистого денежного потока. При осуществлении ускоренной амортизации активов в составе чистого денежного потока возрастает доля амортизационных отчислений и соответственно снижается (но не в прямой пропорции из-за действия «налогового щита») доля чистой прибыли предприятия.

6. *Коэффициент операционного левериджа.* Этот показатель оказывает существенное воздействие на пропорции темпов изменения объема чистого денежного потока и объема реализации продукции.

7. *Финансовый менталитет владельцев и менеджеров предприятия.* Выбор консервативных, умеренных или агрессивных принципов финансирования активов и осу-

ществления других финансовых операций определяет структуру видов денежных потоков предприятия (объемы привлечения денежных средств из различных источников, а соответственно и структуру направлений возвратных денежных потоков), объемы страховых запасов отдельных видов активов (а соответственно и денежные потоки, связанные с их формированием), уровень доходности финансовых инвестиций (а соответственно и объем денежного потока по полученным процентам и дивидендам).

Исследование перечисленных выше факторов позволяет оценить внешние возможности и внутренний потенциал формирования денежных потоков предприятия в процессе разработки политики управления ими.

6.2. ФОРМИРОВАНИЕ СИСТЕМЫ ЦЕЛЕВЫХ ПАРАМЕТРОВ ОРГАНИЗАЦИИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

Политика управления денежными потоками носит целевой характер, т.е. предусматривает постановку и достижение определенных целей. Будучи четко выраженными, целевые параметры организации денежных потоков предприятия становятся мощным средством повышения эффективности его денежного оборота в долгосрочной перспективе, координации и контроля, а также базой для принятия управленческих решений на всех стадиях хозяйственного процесса.

Система целевых параметров организации денежных потоков предприятия представляет собой описанные в формализованном виде желаемые показатели его денежного оборота, позволяющие направлять формирование и распределение денежных ресурсов в долгосрочной перспективе и оценивать эффективность этого процесса.

Формирование целевых параметров организации денежных потоков предприятия должно отвечать определенным требованиям, основными из которых являются (рис. 6.2.):

1. Подчиненность главной цели управления денежными потоками. Система целевых параметров организации денежных потоков разрабатывается для реализации в долгосрочной перспективе главной цели управления этими потоками — максимизации благосостояния соб-



Рисунок 6.2. Основные требования, предъявляемые к формированию системы целевых параметров организации денежных потоков предприятия

ственников предприятия. Система рассматриваемых целевых параметров формируется в поддержку этой главной цели и должна быть соразмерна с ней.

2. Ориентация на высокий результат хозяйственной деятельности. Каждый из целевых параметров должен носить стимулирующий характер для менеджеров, вызывать стремление к их достижению, обеспечивать более полное использование потенциала формирования денежных ресурсов предприятия.

3. Реальность (достижимость). Хотя в основе разработки целевых параметров лежит идеальное представление или желаемый образ стратегической хозяйственной позиции предприятия, их необходимо сознательно ограничивать по критерию реальной достижимости с учетом факторов внешней среды и внутреннего экономического потенциала.

4. Измеримость. Каждый из формируемых целевых параметров должен быть выражен в конкретных показа-

телях. Реализация этого требования в процессе формирования целевых параметров позволяет использовать их в системе планирования (нормирования) основных показателей хозяйственной деятельности, дифференцировать по отдельным интервалам стратегического периода, применять в качестве критериев оценки результатов реализации политики управления денежными потоками предприятия.

5. Однозначность трактовки. Каждый из целевых параметров должен однозначно и ясно восприниматься всеми менеджерами, связанными с его реализацией. Это требование обеспечивается четким установлением стратегического периода (или отдельными его интервалами), дифференциацией по различным объектам стратегического управления, сопоставимой системой единиц измерения количественных значений и другими факторами, обеспечивающими ясность восприятия целевых параметров организации денежных потоков.

6. Научная обоснованность. В процессе формирования целевых параметров должны быть учтены объективные экономические законы, определяющие уровень экономической активности предприятий и эффективность его хозяйственной деятельности; использован современный методологический аппарат реальной оценки отдельных параметров хозяйственного процесса; определена система взаимосвязей и взаимозависимости отдельных целей.

7. Поддержка. Система целевых параметров должна быть выстроена таким образом, чтобы реализация одних из этих целей обеспечивала бы успешную реализацию других. В этих целях необходимо ранжировать все целевые параметры по уровню их приоритетности, подразделяя их на прямые и поддерживающие в общей иерархии.

8. Гибкость. Это требование определяет возможность корректировки целевых параметров в целом или отдельных количественных значений каждого из них под воздействием изменения факторов внешней среды или параметров внутреннего экономического потенциала. Внешняя гибкость системы стратегических целей должна обеспечивать минимизацию негативного воздействия отдельных факторов на эффективность денежного оборота или быструю реализацию новых коммерческих возмож-

ностей, а внутренняя их гибкость — быструю маневренность в использовании денежного потенциала предприятия (в первую очередь, собственных денежных ресурсов).

Формирование системы целевых параметров организации денежных потоков требует предварительной классификации целей по определенным признакам. С позиций управления денежными потоками эта классификация стратегических целей строится по следующим основным признакам:

1. По видам ожидаемого эффекта цели организации денежного потока предприятия подразделяются на экономические и внеэкономические.

- *экономические цели* связаны с формированием чистого денежного потока или достижением иных экономических результатов денежного оборота предприятия в предстоящем периоде.

- *внеэкономические цели* связаны с решением социальных задач, обеспечением экологической безопасности, повышением статуса и репутации предприятия и т.п. Хотя реализация этих целей не связана прямо с ожиданием чистого денежного потока или чистой прибыли, их косвенное влияние на формирование этих показателей может быть довольно ощутимым.

2. По функциональным направлениям цели организации денежного потока предприятия подразделяются на

- *цели формирования денежных ресурсов;*
- *цели распределения денежных средств;*
- *цели нормализации остатка денежных активов и их эквивалентов.*

3. По объектам управления денежными потоками выделяют:

- *цели организации денежных потоков по предприятию в целом;*
- *цели организации денежных потоков отдельных стратегических зон хозяйствования;*
- *цели организации денежных потоков отдельных "центров ответственности".*

4. По приоритетному значению цели организации денежных потоков подразделяются следующим образом:

- *главная цель.* Как правило, она тождественна глав-

ной цели управления денежными потоками предприятия. Вместе с тем, ее формулировка может носить более развернутый характер с учетом особенностей денежного оборота конкретного предприятия;

- *основные цели.* В эту группу входят наиболее важные цели организации денежных потоков, непосредственно направленные на реализацию главной цели управления ими в разрезе основных ее аспектов;

- *вспомогательные цели.* В состав этой группы входят все иные экономические и внеэкономические цели организации денежных потоков предприятия.

5. По характеру влияния на ожидаемый результат выделяют следующие цели организации денежных потоков:

- *прямые цели.* Они прямо связаны с конечными результатами хозяйственной деятельности. К ним относятся главная цель и важнейшие из основных целей организации денежных потоков;

- *поддерживающие цели.* Эта группа целей направлена на обеспечение реализации прямых целей организации денежных потоков.

Следует обратить внимание на то, что разделение целей организации денежных потоков по этому признаку носит несколько условный характер и связано с разным уровнем их приоритетности. Так, по отношению к главной цели управления денежными потоками все остальные цели можно рассматривать как поддерживающие.

Классификация целей организации денежных потоков не ограничивается перечисленными выше основными признаками. Она может быть дополнена с учетом специфики осуществления денежного оборота конкретных предприятий.

С учетом рассмотренной классификации организуется процесс формирования системы целевых параметров организации денежного поворота. Этот процесс осуществляется по следующим основным этапам:

1. Ретроспективный анализ тенденций развития основных результативных показателей денежных потоков в увязке с динамикой факторов внешней среды и параметрами внутреннего экономического потенциала предприятия. Основная задача такого анализа заключается в выявлении закономерностей и особенностей развития важнейших

результативных параметров денежных потоков отдельных объектов стратегического управления предприятия и установлении степени влияния на них различных внешних и внутренних факторов. При стабильном состоянии отдельных факторов внешней среды период проведения ретроспективного анализа может быть ограничен 2–3 годами (в условиях их нестабильности этот период должен быть увеличен).

2. Формулировка главной цели организации денежных потоков предприятия. На этом этапе ранее рассмотренная главная цель управления денежными потоками конкретизируется в определенном показателе и получает количественное значение. Например, главная цель управления денежными потоками может быть определена следующим образом: “обеспечить за счет рационализации денежных потоков рост собственного капитала к концу рассматриваемого перспективного периода в полтора раза”.

3. Определение желательных и возможных тенденций отдельных видов денежных потоков, обеспечивающих достижение главной цели их организации. В процессе этого этапа выявляются, какие основные параметры развития денежных потоков предприятия, обеспечивающие реализацию главной цели, могут быть поддержаны за счет благоприятных условий предстоящей динамики внешних и внутренних факторов. Это позволяет выявить позитивное влияние развития внешней сферы и внутреннего потенциала предприятия на обеспечение реализации главной цели организации денежных потоков.

4. Определение нежелательных, но возможных тенденций развития отдельных результативных показателей денежных потоков, препятствующих достижению главной цели их организации. Главной задачей этого этапа является выявление неблагоприятного влияния отдельных внешних и внутренних факторов в процессе их предстоящей динамики на реализацию главной цели организации денежных потоков предприятия. Такая детерминация возможных угроз, обеспечению реализации главной цели позволяет заблаговременно принять меры по нейтрализации негативного влияния отдельных факторов.

5. Формирование системы основных целей организации денежных потоков предприятия. Определение жела-

тельных и нежелательных тенденций развития результативных показателей денежных потоков, а также учет объективных ограничений позволяют сформировать цели второго порядка их организации, определяемые как основные. Систему этих целей следует формулировать четко и кратко, отражая каждую из них в конкретных значениях целевых параметров. В качестве важнейших из этой группы целей (целевых параметров) могут быть установлены:

- темп роста общего валового положительного денежного потока в рассматриваемой перспективе;
- соотношение объемов валового положительного и отрицательного денежных потоков по операционной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия;
- соотношение объемов привлечения денежных ресурсов из собственных и заемных источников;
- минимальный темп прироста чистого денежного потока по операционной деятельности;
- предельно допустимый уровень риска, связанный с формированием и распределением денежных ресурсов;
- максимальная продолжительность цикла денежного оборота предприятия;
- минимальный уровень денежных активов и их эквивалентов по отношению к объему реализации продукции.

Все перечисленные целевые параметры прямо обеспечивают реализацию главной цели организации денежных потоков предприятия.

6. Формирование системы вспомогательных поддерживающих целей организации денежных потоков. Система этих целей направлена на обеспечение ряда основных целей организации денежных потоков. В качестве таких поддерживающих целей на предприятии могут быть установлены:

- максимальная продолжительность производственного и всего операционного цикла предприятия;
- максимальный период окупаемости реальных инвестиционных проектов;
- предельная стоимость привлекаемого денежного капитала;
- предельная доля использования заемных денежных средств в хозяйственном обороте;
- предельный уровень ликвидности объектов реального инвестирования или портфеля финансовых инвестиций.

7. Взаимоувязка всех целевых параметров и построение "дерева целей" политики управления денежными потоками предприятия.

Главная, основные и вспомогательные цели рассматриваются как единая комплексная система и поэтому требуют четкой взаимоувязки с учетом их приоритетности и ранговой значимости. Такая иерархическая взаимосвязь отдельных целей организации денежных потоков предприятия обеспечивается на основе "дерева целей". В основе этого методического приема лежит графическое отражение взаимосвязи и подчиненности различных целей деятельности (в нашем случае — целей политики управления денежными потоками предприятия). Принципиальная схема построения "дерева целей" политики управления денежными потоками предприятия приведена на рис. 6.3.

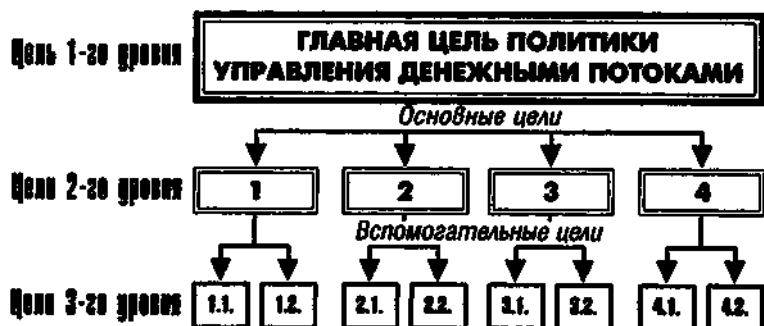


Рисунок 6.3. Принципиальная схема построения "дерева целей" политики управления денежными потоками предприятия

8. Окончательная индивидуализация всех целевых параметров организации денежных потоков предприятия с учетом требований их реализуемости. На этом этапе проверяются корректность формирования отдельных целей с учетом их взаимосвязей (взаимной согласованности). Для обеспечения реализуемости отдельных целей политики управления денежными потоками они должны быть конкретизированы по отдельным интервалам стратегического периода. В процессе этой конкретизации обеспечивается динамичность представле-

ния системы целевых параметров организации денежных потоков, а также их внешняя и внутренняя синхронизация во времени.

Внешняя синхронизация предусматривает согласование во времени разработанных целевых параметров организации денежных потоков с показателями общей стратегии развития предприятия, а также с прогнозируемыми изменениями параметров внешней экономической среды.

Внутренняя синхронизация предусматривает согласование во времени всех целевых параметров организации денежных потоков между собой.

Разработанная система целевых параметров служит критерием оценки успеха или неудачи реализации политики управления денежными потоками предприятия в предстоящем периоде.

6.3. ОЦЕНКА РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ РАЗРАБОТАННОЙ ПОЛИТИКИ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

Оценка результативности политики управления денежными потоками предприятия осуществляется по следующим основным параметрам (рис. 6.4).

1. Согласованность политики управления денежными потоками предприятия с общей стратегией его развития. В процессе такой оценки выявляется степень согласованности целей, направлений и этапов в реализации этих документов.

2. Согласованность политики управления денежными потоками предприятия с предполагаемыми изменениями внешней экономической среды. В процессе этой оценки определяется насколько разработанная политика соответствует прогнозируемому развитию экономики страны и изменениям конъюнктуры финансового и товарного рынков в разрезе отдельных сегментов.

3. Согласованность политики управления денежными потоками предприятия с его внутренним потенциалом. Такая оценка позволяет определить, насколько объемы, направления и формы денежных потоков взаимосвязаны с возможностями формирования денежных ресурсов, квалификацией менеджеров, организационной структурой



Рисунок 6.4. Основные параметры оценки результативности разработанной политики управления денежными потоками предприятия

управления хозяйственной деятельностью, организационной культурой и другими параметрами внутреннего потенциала предприятия.

4. Внутренняя сбалансированность параметров политики. При проведении такой оценки определяется насколько согласуются между собой отдельные цели и целевые параметры денежных потоков; насколько эти цели и параметры корреспондируют с содержанием денежного оборота предприятия; насколько согласованы между собой по направлениям и во времени мероприятия по обеспечению ее реализации.

5. Реализуемость разработанной политики. В процессе такой оценки в первую очередь рассматриваются потенциальные возможности предприятия в формировании необходимого объема денежных ресурсов из всех источников и во всех формах; а также организационные и технические возможности успешной реализации политики управления денежными потоками.

6. Приемлемость уровня рисков, связанных с реализацией разработанной политики. В процессе такой оценки необходимо определить, насколько уровень прогнозируемых рисков, связанных с организацией денежных потоков предприятия, обеспечивает достаточное финансовое равновесие в процессе его развития и соответствует экономическому менталитету его собственников и ответственных менеджеров. Кроме того, необходимо оценить, насколько уровень этих рисков допустим для хозяйственной деятельности данного предприятия с позиций возможного размера финансовых потерь и генерирования угрозы банкротства;

7. Экономическая эффективность реализации разработанной политики. Оценка экономической эффективности разработанной политики осуществляется на основе прогнозных расчетов ранее рассмотренной системы целевых ее параметров, сопоставленных с базовым их уровнем.

8. Внеэкономическая эффективность реализации разработанной политики. В процессе такой оценки учитываются рост деловой репутации предприятия, повышение уровня управляемости хозяйственной деятельностью структурных его подразделений (при создании "центров ответственности"); повышение уровня материальной и социальной удовлетворенности менеджеров (за счет эффективной системы их материального стимулирования за результаты хозяйственной деятельности; более высокого уровня технического оснащения их рабочих мест и т.п.).

При положительных результатах оценки разработанной политики управления денежными потоками, соответствующих избранному критерию и менталитету экономического поведения, она принимается предприятием к реализации.

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Глава 7.

ОБЩИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

7.1. ОСОБЕННОСТИ ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ ХАРАКТЕР ЕЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

В процессе управления денежными потоками предприятия главная роль отводится обеспечению эффективного формирования и распределения денежных средств в процессе его операционной деятельности. Операционная деятельность — это основной вид деятельности предприятия, с целью осуществления которой оно создано.

Характер операционной деятельности предприятия определяется прежде всего спецификой отрасли экономики, к которой оно принадлежит. Основу операционной деятельности большинства предприятий составляет производственно-коммерческая или торговая деятельность, которая дополняется осуществляемой ими инвестиционной и финансовой деятельностью. Вместе с тем, инвестиционная деятельность является основной для инвес-

тиционных компаний, инвестиционных фондов и других инвестиционных институтов, а финансовая деятельность является основной для банков и других финансовых институтов. Но характер деятельности таких финансово-инвестиционных институтов в силу ее специфики требует особого рассмотрения, которое выходит за рамки этой книги.

Операционная деятельность предприятия характеризуется следующими основными особенностями, определяющими характер организации денежных потоков:

1. Она является главным компонентом всей хозяйственной деятельности предприятия, основной целью его функционирования. Основным объемом формируемых активов, основная численность персонала предприятия обслуживают эту деятельность. Соответственно чистый денежный поток от операционной деятельности при нормальных условиях функционирования предприятия занимает наибольший удельный вес в общем объеме чистого денежного потока предприятия.

2. Операционная деятельность носит приоритетный характер по отношению к инвестиционной, финансовой и другим видам деятельности. Поэтому развитие любых иных видов деятельности не должно вступать в противоречие с развитием операционной деятельности, а только поддерживать ее. Соответственно и денежные потоки по инвестиционной, финансовой и других видов деятельности не должны формироваться в ущерб формированию денежных потоков по операционной деятельности.

3. Интенсивность развития операционной деятельности является основным параметром оценки отдельных стадий жизненного цикла предприятия. Соответственно возможности формирования операционного чистого денежного потока на разных стадиях жизненного цикла предприятия определяют цели и задачи не только политики управления денежными потоками, но и направленность общей стратегии развития предприятия.

4. Хозяйственные операции, входящие в состав операционной деятельности предприятия, носят самый регулярный характер. В сравнении с операциями других видов деятельности частота операций по ней самая высокая. Это определяет регулярность формирования операционных денежных потоков в нормальных условиях хозяйствования предприятия.

5. Операционная деятельность предприятия ориентирована в основном на товарный рынок, в то время как финансовая и инвестиционная его деятельность осуществляются преимущественно на финансовом рынке. При этом, операционная деятельность связана с различными видами и сегментами товарного рынка, определяемыми спецификой используемого сырья и материалов, составом используемого оборудования, характером готовой продукции. Соответственно и условия формирования операционных денежных потоков в значительной степени связаны с состоянием конъюнктуры соответствующих видов и сегментов товарного рынка.

6. Осуществление операционной деятельности связано с капиталом, уже инвестированным в нее, в то время как предстоящее инвестирование капитала является предметом инвестиционной и финансовой деятельности предприятия. Инвестированный в операционную деятельность капитал принимает форму операционных активов предприятия. От состава этих активов, их сбалансированности, скорости обращения и других характеристик в значительной мере зависит способность предприятия генерировать операционный чистый денежный поток. Поэтому одним из важных факторов успешного формирования операционного чистого денежного потока является эффективное управление операционными активами предприятия.

7. В процессе операционной деятельности потребляется значительный объем живого труда, в отличие от инвестиционной и финансовой деятельности, где затраты этого труда незначительны. Соответственно и способность предприятия генерировать операционные доходы и прибыль в значительной степени зависит от достаточности используемых трудовых ресурсов, профессионального и квалификационного состава персонала и т.п. Использование живого труда в значительной мере предопределяет специфику операционных затрат, связанных со стимулированием персонала, обеспечением надлежащих условий труда, формированием особых видов налоговых платежей предприятия и т.п., что отражается и на условиях формирования операционных денежных потоков.

8. Операционной деятельности присущи, наряду с общими, и специфические виды рисков, объединяемые по-

ятием операционный риск. Поэтому уровень операционного чистого денежного дохода, получаемого предприятием при различных альтернативных вариантах хозяйствования, должен в первую очередь соотноситься с уровнем операционного риска.

Рассмотренные особенности формирования операционных денежных потоков, связанные со спецификой осуществления операционной деятельности предприятия, требуют всестороннего учета в процессе управления ими.

Операционная деятельность предприятия состоит из ряда последовательно осуществляемых этапов, характер которых определяется отраслевыми особенностями. Принципиальная схема осуществления операционной деятельности в разрезе основных этапов на предприятиях промышленности и торговли (наиболее массовых предприятиях) приведена на рис. 7.1.

А. ПРЕДПРИЯТИЯ ПРОМЫШЛЕННОСТИ



Б. ПРЕДПРИЯТИЯ ТОРГОВЛИ

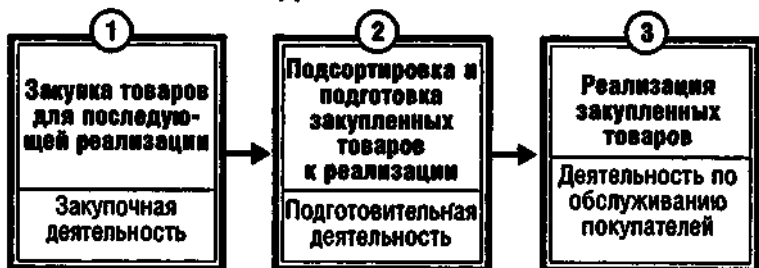


Рисунок 7.1. Последовательность этапов осуществления операционной деятельности на предприятиях промышленности и торговли

Рассматривая последовательность осуществления операционной деятельности предприятий основных отраслей деятельности, следует выявить их роль в формировании операционных денежных потоков. Как на предприятиях промышленности, так и на предприятиях торговли первые два этапа осуществления операционной деятельности связаны исключительно с формированием затрат, в то время как третий этап — преимущественно с формированием доходов и частично с формированием затрат. Это предопределяет и формирование конкретных типов центров ответственности предприятия в процессе осуществления операционной деятельности:

— на базе структурных подразделений, осуществляющих первые два этапа операционной деятельности, должны формироваться *центры затрат*;

— на базе структурных подразделений, осуществляющих заключительный этап операционной деятельности, должны формироваться в основном *центры дохода* (хотя отдельные из таких подразделений, например, отдел рекламы или отдел изучения спроса, могут служить базой формирования центров затрат);

— на базе структурных подразделений, осуществляющих все три этапа операционной деятельности, должны формироваться *центры прибыли*.

В процессе всех трех этапов операционной деятельности предприятие расходует различные виды ресурсов (рис. 7.2). Эти ресурсы принято подразделять на следующие четыре группы: а) материальные ресурсы; б) не-



Рисунок 7.2. Основные виды ресурсов, затрачиваемые в процессе операционной деятельности предприятия.

материальные ресурсы; в) трудовые ресурсы; г) финансовые ресурсы. Хотя все виды этих ресурсов принимают участие в различных видах операционной деятельности — снабженческой, производственной и сбытовой, пропорции и объемы их использования в разрезе каждого из них существенно различаются.

Это предопределяет особую структуру затрат каждого типа формируемых на предприятии центров ответственности.

Операционная деятельность предприятия постоянно возобновляется и осуществляется по замкнутому циклу. Наиболее отчетливо этот процесс характерен для оборотных активов предприятия (рис. 7.3).

Период полного оборота всей суммы оборотных активов, в процессе которого происходит последовательная смена их форм, называется операционным циклом.

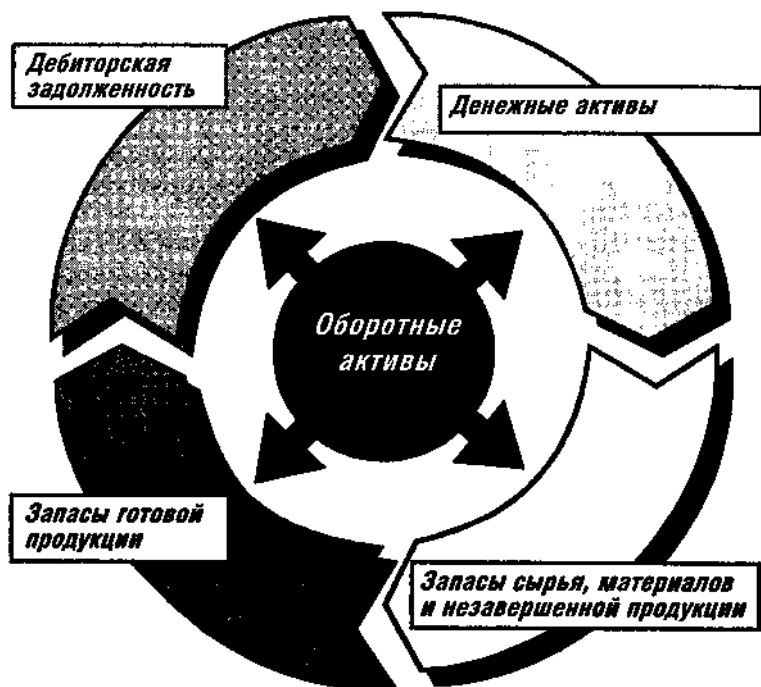


Рисунок 7.3. Характеристика движения оборотных активов в процессе операционного цикла

Важнейшей характеристикой операционного цикла, существенно влияющей на интенсивность формирования операционной прибыли, является общая его продолжительность. Она включает период времени от момента расходования денежных активов на приобретение производственных запасов сырья и материалов до поступления денег от дебиторов за реализованную им готовую продукцию. Принципиальная формула, по которой рассчитывается продолжительность операционного цикла предприятия ($P_{\text{оц}}$), имеет следующий вид:

$$P_{\text{оц}} = P_{\text{да}} + P_{\text{пз}} + P_{\text{нп}} + P_{\text{гп}} + P_{\text{дз}},$$

где $P_{\text{да}}$ — период оборота денежных активов, в днях;
 $P_{\text{пз}}$ — период оборота производственных запасов (сырья, материалов), в днях;
 $P_{\text{нп}}$ — период нахождения оборотных активов в форме незавершенного производства продукции, в днях;
 $P_{\text{гп}}$ — период оборота запасов готовой продукции, в днях;
 $P_{\text{дз}}$ — период инкассации дебиторской задолженности, в днях.

Следует отметить, что в процессе операционного цикла потребляются не только оборотные, но и внеоборотные активы, а также затраты живого труда или трудовые ресурсы предприятия. Но две последние группы ресурсов в процессе одного операционного цикла потребляются лишь частично, в то время как оборотные (в разных формах) — полностью. Это и определяет выбор периода полного оборота оборотных активов в качестве измерителя продолжительности одного операционного цикла предприятия.

С учетом последовательности осуществления операционной деятельности, ее цикличности, особенностей формирования доходов и затрат, а также других факторов, процесс формирования различных видов операционной прибыли может быть представлен в следующем виде (рис. 7.4).

Из приведенной схемы видно, что в процессе осуществления операционной деятельности формируются три вида операционной прибыли:

1) *маржинальная операционная прибыль*. Ее расчет осуществляется по следующим формулам:

$$МП_0 = ВД_0 - НДС - И_{\text{пост}};$$

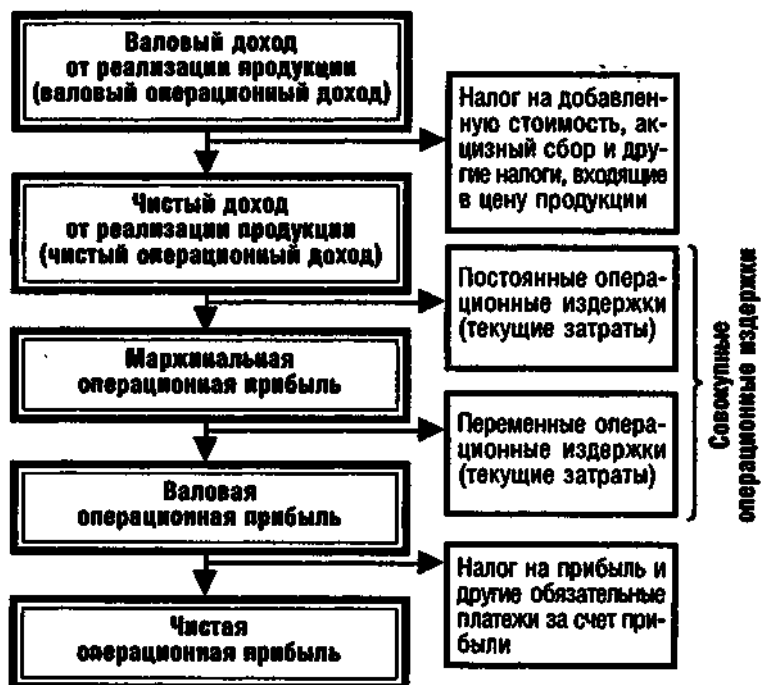


Рисунок 7.4. Схема формирования различных видов операционной прибыли предприятия

$$МП_0 = ЧД_0 - И_{\text{пост}},$$

где $МП_0$ — сумма маржинальной операционной прибыли в рассматриваемом периоде;

$ВД_0$ — сумма валового операционного дохода в рассматриваемом периоде;

$ЧД_0$ — сумма чистого операционного дохода в рассматриваемом периоде;

$И_{\text{пост}}$ — сумма постоянных операционных издержек;

$НДС$ — сумма налога на добавленную стоимость и других налоговых платежей, входящих в цену продукции;

2) *валовая операционная прибыль*. Ее расчет осуществляется по следующим формулам:

$$\begin{aligned} ВП_0 &= ВД_0 - НДС - И_0, \\ ВП_0 &= ЧД_0 - И_0, \end{aligned}$$

$$ВП_0 = МП_0 - И_{пер} ,$$

где $ВП_0$ — сумма валовой операционной прибыли в рассматриваемом периоде;

$ВД_0$ — сумма валового операционного дохода в рассматриваемом периоде;

$ЧД_0$ — сумма чистого операционного дохода в рассматриваемом периоде;

$МП_0$ — сумма маржинальной операционной прибыли;

$И_0$ — совокупная сумма операционных издержек;

$И_{пер}$ — сумма переменных операционных издержек;

$НДС$ — сумма налога на добавленную стоимость и других налоговых платежей, входящих в цену продукции.

3) *чистая операционная прибыль*. Ее расчет осуществляется по следующим формулам:

$$ЧП_0 = ВД_0 - НДС - НП - И_0 ;$$

$$ЧП_0 = ЧД_0 - И_0 - НП ;$$

$$ЧП_0 = МП - И_{пер} - НП ;$$

$$ЧП_0 = ВП_0 - НП ,$$

где $ЧП_0$ — сумма чистой операционной прибыли в рассматриваемом периоде;

$ВД_0$ — сумма валового операционного дохода в рассматриваемом периоде;

$ЧД_0$ — сумма чистого операционного дохода в рассматриваемом периоде;

$МП_0$ — сумма маржинальной операционной прибыли;

$ВП_0$ — сумма валовой операционной прибыли;

$И_0$ — совокупная сумма операционных издержек;

$И_{пер}$ — сумма переменных операционных издержек;

$НДС$ — сумма налога на добавленную стоимость и других налоговых платежей, входящих в цену продукции;

$НП$ — сумма налога на прибыль и других обязательных платежей за счет прибыли.

С учетом особенностей операционной деятельности и формирования операционной прибыли принципиальная схема формирования операционных денежных потоков предприятия может быть представлена в следующем виде (рис. 7.5):

Исходя из рассмотренной принципиальной схемы организуется процесс управления операционными денежными потоками предприятия.

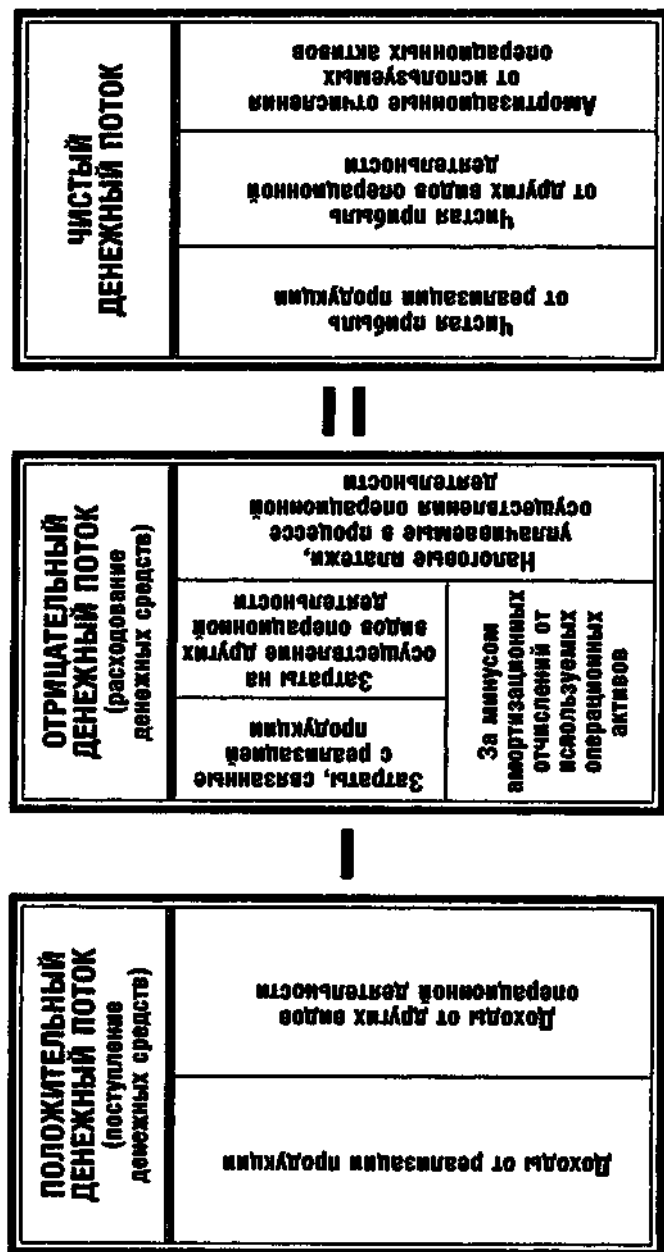


Рисунок 7.5. Принципиальная схема формирования операционных денежных потоков

7.2. МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ ОПЕРАЦИОННЫМИ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ НА ОСНОВЕ СИСТЕМЫ “ВЗАИМОСВЯЗЬ ИЗДЕЖЕК, ОБЪЕМА РЕАЛИЗАЦИИ И ПРИБЫЛИ”

Механизм управления операционными денежными потоками строится с учетом тесной взаимосвязи этого показателя с показателями объема реализации продукции, издержек и прибыли предприятия. Система этой взаимосвязи, получившая название “*взаимосвязь издержек, объема реализации и прибыли*” [Cost-Volume-Profit Relationships; CVP], позволяет выделить роль отдельных факторов в формировании операционных денежных потоков и обеспечить эффективное управление процессом их формирования на предприятии.

В процессе управления формированием операционных денежных потоков на основе системы “взаимосвязь издержек, объема реализации и прибыли” предприятие решает ряд задач:

1. *Определение объема реализации продукции, обеспечивающего безубыточную операционную деятельность в течение короткого периода.* Графически “точка безубыточности” (или “порог рентабельности”) операционной деятельности предприятия в коротком периоде, в течение которого не меняются уровень цен на продукцию, уровень переменных издержек и сумма постоянных издержек, представлена на рис. 7.6.

Из приведенного графика видно, что для достижения “точки безубыточности” своей операционной деятельности (ТБ) предприятие должно обеспечить такой объем реализации продукции ($P_{ТБ}$), при котором сумма чистого операционного дохода (валового операционного дохода за вычетом суммы налоговых платежей из него) сравняется с суммой издержек — как постоянных, так и переменных. Это условие может быть выражено следующими равенствами:

$$ТБ \begin{cases} \rightarrow ВД_0 = И_0 + НДС \\ \rightarrow ЧД_0 = И_0, \end{cases}$$

где ТБ — точка безубыточности операционной деятельности;

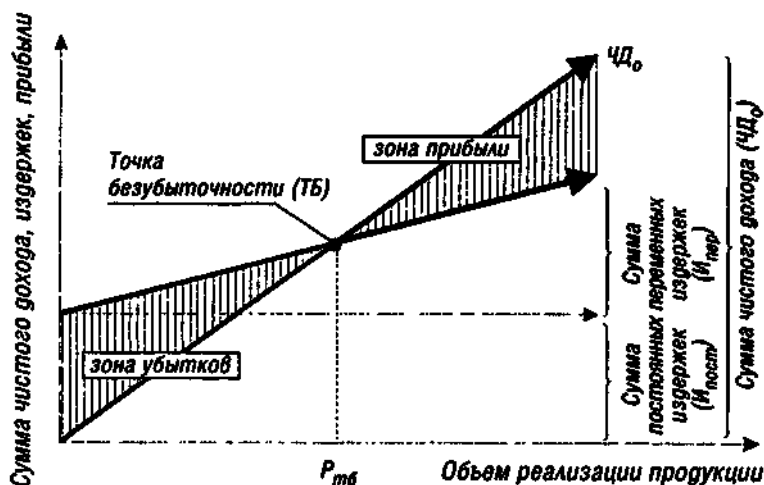


Рисунок 7.6. График формирования точки безубыточности операционной деятельности предприятия в коротком периоде

- $ВД_0$ — сумма валового операционного дохода;
 $ЧД_0$ — сумма чистого операционного дохода;
 $И_0$ — совокупная сумма операционных издержек;
 $НДС$ — сумма налога на добавленную стоимость и других налоговых платежей, входящих в цену продукции.

Соответственно стоимостной объем реализации продукции, обеспечивающий достижение точки безубыточности операционной деятельности предприятия в коротком периоде, может быть определен по следующим формулам:

$$CP_{ТБ} = \frac{И_{пост} \times 100}{Y_{чд} - Y_{нпер}}; \quad CP_{ТБ} = \frac{И_{пост} \times 100}{Y_{мп}};$$

где $CP_{ТБ}$ — стоимостной объем реализации продукции, обеспечивающий достижение точки безубыточности операционной деятельности предприятия в коротком периоде;

$И_{пост}$ — сумма постоянных операционных издержек (неизменная в рассматриваемом периоде);

$U_{\text{чд}}$ — уровень чистого операционного дохода к
объему реализации продукции, %;

$U_{\text{и пер}}$ — уровень переменных операционных издержек
к объему реализации продукции, %;

$U_{\text{мп}}$ — уровень маржинальной операционной при-
были к объему реализации продукции, %.

Натуральный объем реализации продукции, обеспе-
чивающий достижение точки безубыточности операци-
онной деятельности предприятия в коротком периоде,
может быть определен по следующим формулам:

$$НР_{\text{тб}} = \frac{СР_{\text{тб}}}{Ц_{\text{еп}}}; \quad НР_{\text{тб}} = \frac{И_{\text{пост}} \times 100}{(U_{\text{чд}} - U_{\text{и пер}}) \times Ц_{\text{еп}}};$$

$$НР_{\text{тб}} = \frac{И_{\text{пост}} \times 100}{U_{\text{мп}} \times Ц_{\text{еп}}},$$

где $НР_{\text{тб}}$ — натуральный объем реализации продукции,
обеспечивающий достижение точки безубы-
точности операционной деятельности пред-
приятия в коротком периоде;

$Ц_{\text{еп}}$ — цена единицы реализуемой продукции;
(остальные значения показателей те же, что
и в предыдущих формулах).

2. *Определение объема реализации продукции, обеспе-
чивающего безубыточную операционную деятельность в
длительном периоде.* Операционная деятельность в дли-
тельном периоде по сравнению с коротким периодом
претерпевает следующие основные изменения:

а) с ростом объема реализации продукции периоди-
чески возрастают постоянные операционные издержки.
Это связано с увеличением парка используемых машин
и оборудования (что приводит к росту амортизацион-
ных отчислений), повышением численности работников
аппарата управления (что приводит к росту расходов на
его содержание и т.п.);

б) с насыщением рынка в результате роста объема
реализации продукции предприятие вынуждено снижать
уровень цен, что приводит к соответствующему уменьше-
нию темпов роста чистого операционного дохода;

в) за счет более экономного использования сырья
и материалов, роста производительности труда операци-

онного персонала, укрупнения партий закупаемого сырья и отгружаемой продукции постепенно снижается уровень переменных операционных издержек на единицу продукции.

Все эти изменения в силу взаимосвязи рассмотренных факторов с операционной прибылью существенно влияют на формирование ее суммы. Это можно проследить по данным графика, представленного на рис. 7.7.

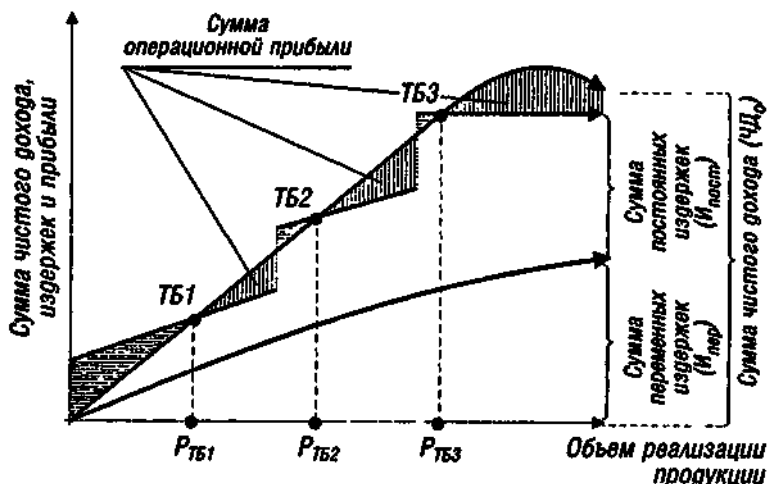


Рисунок 7.7. График формирования точки безубыточности операционной деятельности предприятия в длительном периоде

Из приведенного графика видно, что в силу трансформирующихся условий операционной деятельности точка безубыточности постоянно меняет свое значение, т.е. требует гораздо большего объема реализации в сравнении с предыдущим периодом ($P_{ТБ1} < P_{ТБ2} < P_{ТБ3}$). Соответственно меняется и сумма валовой операционной прибыли, получаемой предприятием в силу меняющихся условий операционной деятельности на каждом этапе. Если на первых двух этапах это изменение суммы валовой операционной прибыли вызывалось в основном ростом суммы постоянных операционных затрат, то на третьем этапе основное влияние на изменение суммы

этой прибыли оказывало снижение уровня чистого операционного дохода.

Каждый этап изменения условий операционной деятельности предприятия в длительном периоде представляет собой начало этой деятельности в коротком периоде, окончание которого характеризуется новым изменением условий. Иными словами, длительный период операционной деятельности предприятия может быть разложен на ряд коротких ее периодов (с неизменными условиями), что позволяет использовать при расчетах алгоритмы, характерные для короткого периода. В связи с этим, последующие задачи формирования валовой и других видов операционной прибыли с использованием системы "CVP" будут рассмотрены в рамках короткого периода операционной деятельности предприятия.

3. *Определение необходимого объема реализации продукции, обеспечивающего достижение запланированной (целевой) суммы валовой операционной прибыли.* Эта задача может иметь и обратную постановку: *определение плановой суммы валовой операционной прибыли при заданном плановом объеме реализации продукции.* Графически взаимосвязь между плановыми значениями объема реализации продукции и суммы валовой операционной прибыли представлена на рисунке 7.8.

Сумма чистого дохода,
издержек и прибыли

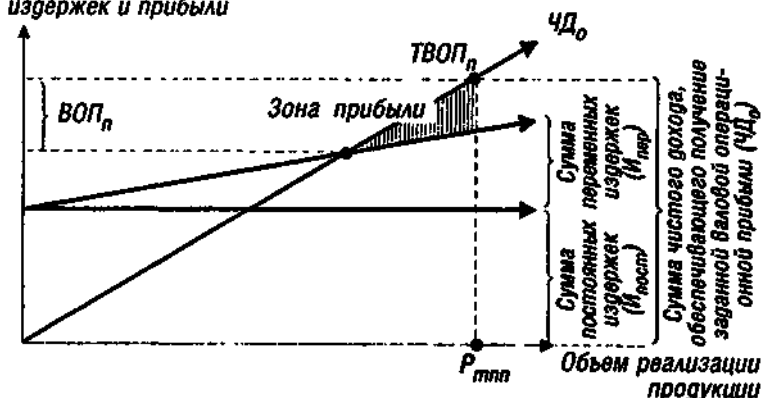


Рисунок 7.8. График формирование точки плановой валовой операционной прибыли предприятия

Из приведенного графика видно, что при запланированном объеме реализации продукции ($P_{\text{тпп}}$) предприятие может получить определенную сумму валовой операционной прибыли ($ВОП_{\text{п}}$), на размер которой сумма чистого операционного дохода будет превышать сумму операционных издержек — как постоянных, так и переменных. График может быть интерпретирован и в обратном варианте: при запланированной сумме валовой прибыли ($ВОП_{\text{п}}$) плановой объем реализации продукции предприятия должен находиться в точке $P_{\text{тпп}}$. Этот объем реализации продукции может быть определен на предприятии по следующим формулам:

$$CP_{\text{тпп}} = \frac{(ВОП_{\text{п}} + И_{\text{пост}}) \times 100}{Y_{\text{чд}} - Y_{\text{и пер}}}; \quad CP_{\text{тпп}} = \frac{(ВОП_{\text{п}} + И_{\text{пост}}) \times 100}{Y_{\text{мп}}},$$

где $CP_{\text{тпп}}$ — стоимостной объем реализации продукции, обеспечивающий формирование плановой суммы валовой операционной прибыли предприятия;

$ВОП_{\text{п}}$ — планируемая сумма валовой операционной прибыли;

$И_{\text{пост}}$ — плановая сумма постоянных издержек;

$Y_{\text{чд}}$ — уровень чистого операционного дохода к объему реализации продукции, %;

$Y_{\text{и пер}}$ — уровень переменных операционных издержек к объему реализации продукции, %;

$Y_{\text{мп}}$ — уровень маржинальной операционной прибыли к объему реализации продукции, %.

Соответственно, натуральный объем реализации продукции, обеспечивающий формирование плановой суммы валовой операционной прибыли, может быть определен по следующим формулам:

$$НР_{\text{тпп}} = \frac{(ВОП_{\text{п}} + И_{\text{пост}}) \times 100}{(Y_{\text{чд}} - Y_{\text{и пер}}) \times Ц_{\text{еп}}}; \quad НР_{\text{тпп}} = \frac{(ВОП_{\text{п}} + И_{\text{пост}}) \times 100}{Y_{\text{мп}} \times Ц_{\text{еп}}},$$

где $НР_{\text{тпп}}$ — натуральный объем реализации продукции, обеспечивающий формирование плановой суммы валовой операционной прибыли предприятия;

$Ц_{\text{еп}}$ — плановая цена единицы реализуемой продукции;

(остальные значения показателей те же, что и в предыдущих формулах).

4. *Определение суммы "предела безопасности" (или "запаса прочности") предприятия, т. е. размера возможного снижения объема реализации продукции в стоимостном выражении при неблагоприятной конъюнктуре товарного рынка, который позволяет ему осуществлять прибыльную операционную деятельность. "Предел безопасности" ("запас прочности") определяет возможные границы маневра предприятия как в ценовой политике, так и в снижении натурального объема производства и реализации продукции в процессе осуществления операционной деятельности в неблагоприятных рыночных условиях (снижения спроса, усиления конкуренции и т.п.). Графически формирование "предела безопасности" ("запаса прочности") предприятия представлено на рис. 7.9.*

Сумма чистого дохода,
издержек и прибыли

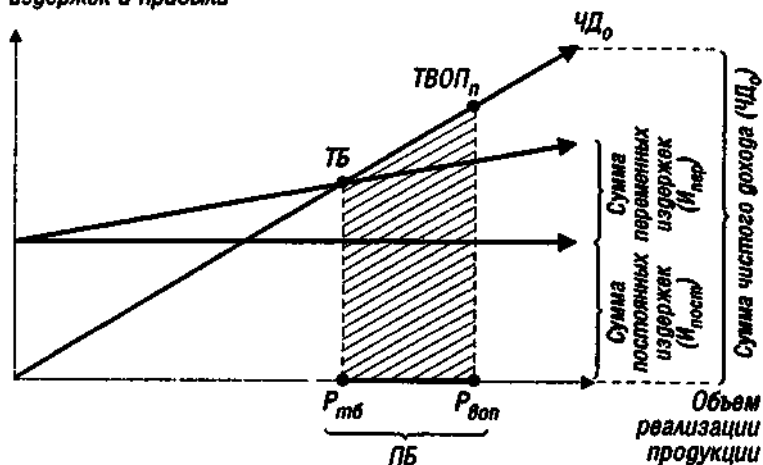


Рисунок 7.9. График формирования „предела безопасности“ („запаса прочности“) предприятия в процессе осуществления операционной деятельности

Из приведенного графика видно, что „предел безопасности“ предприятия („запас прочности“) характеризует

тот объем реализации продукции, который находится в пределах между точкой обеспечения запланированной (фактически достигнутой) суммы валовой операционной прибыли предприятия (ТВОП_п) и точкой безубыточности его операционной деятельности (ТБ). В стоимостном выражении предел безопасности операционной деятельности предприятия рассчитывается по следующей формуле:

$$ПБ_c = СР_{\text{воп}} - СР_{\text{тб}},$$

где $ПБ_c$ — стоимостной объем реализации продукции предприятия, обеспечивающий предел безопасности (запас прочности) его операционной деятельности;

$СР_{\text{воп}}$ — стоимостной объем реализации продукции, обеспечивающий формирование плановой (или фактически достигнутой) суммы валовой операционной прибыли предприятия;

$СР_{\text{тб}}$ — стоимостной объем реализации продукции, обеспечивающий достижение точки безубыточности операционной деятельности предприятия.

При необходимости предел безопасности (запас прочности) может быть выражен и натуральным объемом реализуемой продукции. В этом случае используются следующие формулы:

$$ПБ_n = \frac{СР_{\text{воп}} - СР_{\text{тб}}}{Ц_{\text{еп}}}; \quad ПБ_n = \frac{ПБ_c}{Ц_{\text{еп}}},$$

где $ПБ_n$ — натуральный объем реализации продукции предприятия, обеспечивающий предел безопасности (запас прочности) его операционной деятельности;

$Ц_{\text{еп}}$ — цена единицы реализуемой продукции; (остальные значения показателей те же, что и в предыдущей формуле).

Предел безопасности (запас прочности) может быть выражен не только абсолютной, но и относительной величиной — его уровнем (или коэффициентом безопасности). Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$KB = \frac{ПБ_c}{СР_{воп}} \times 100,$$

где КБ — коэффициент (уровень) безопасности операционной деятельности предприятия;

ПБ_с — стоимостной объем реализации продукции предприятия, обеспечивающий предел безопасности (запас прочности) его операционной деятельности;

СР_{воп} — стоимостной объем реализации продукции предприятия, обеспечивающий формирование плановой (или фактически достигнутой) суммы валовой операционной прибыли предприятия.

Аналогичный результат расчета этого коэффициента может быть получен и при его определении в натуральных показателях объема реализации продукции.

5. *Определение необходимого объема реализации продукции, обеспечивающего достижение запланированной (целевой) суммы маржинальной операционной прибыли предприятия.* Эта задача может иметь и обратную постановку: *определение плановой суммы маржинальной операционной прибыли при заданном плановом объеме реализации продукции.* Графически взаимосвязь между плановыми значениями объема реализации продукции и суммы маржинальной операционной прибыли представлена на рис. 7.10.

Из приведенного графика видно, что при запланированном объеме реализации продукции ($P_{тмп}$) предприятие может получить определенную сумму маржинальной операционной прибыли ($МОП_n$), на размер которой сумма чистого операционного дохода ($ЧД_o$) будет превышать сумму постоянных операционных издержек ($И_{пост}$). График может быть интерпретирован и в обратном варианте: *при запланированной сумме маржинальной операционной прибыли ($МОП_n$) плановый объем реализации продукции предприятия должен находиться в точке $P_{тмп}$.* Этот объем реализации продукции может быть определен в стоимостном выражении по следующей формуле:

$$СР_{тмп} = \frac{(МОП_n + И_{пост}) \times 100}{У_{чд}},$$

где СР_{тмп} — стоимостной объем реализации продукции, обеспечивающий формирование плановой

Сумма чистого дохода,
издержек и прибыли

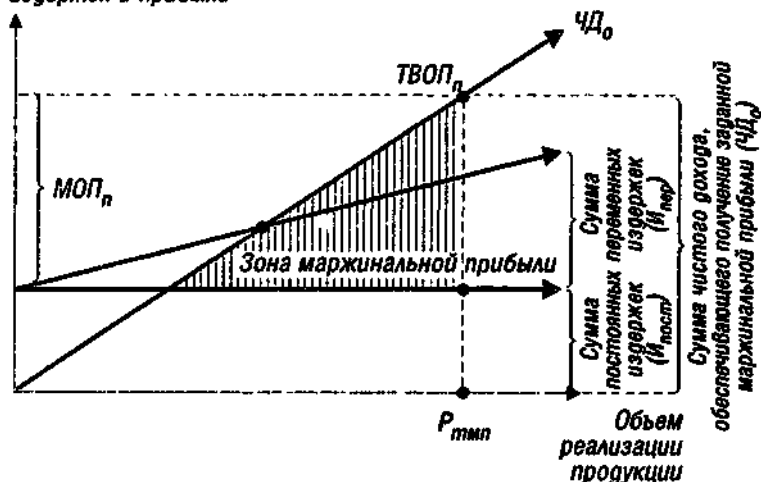


Рисунок 7.10. График формирования точки плановой маржинальной операционной прибыли предприятия

суммы маржинальной операционной прибыли предприятия;

$МОП_{\text{п}}$ — планируемая сумма маржинальной операционной прибыли;

$И_{\text{пост}}$ — плановая сумма постоянных операционных издержек;

$У_{\text{чд}}$ — уровень чистого операционного дохода к объему реализации продукции, %.

Соответственно, натуральный объем реализации продукции, обеспечивающий формирование плановой суммы маржинальной операционной прибыли, может быть определен по следующим формулам:

$$НР_{\text{тмп}} = \frac{(МОП_{\text{п}} + И_{\text{пост}}) \times 100}{У_{\text{чд}}}; \quad НР_{\text{тмп}} = \frac{СР_{\text{тмп}}}{Ц_{\text{еп}}},$$

где $НР_{\text{тмп}}$ — натуральный объем реализации продукции, обеспечивающий формирование плановой суммы маржинальной операционной прибыли предприятия;

$\Pi_{\text{еп}}$ — плановая цена единицы реализуемой продукции;
(остальные значения показателей те же, что и в предыдущих формулах).

6. *Определение необходимого объема реализации продукции, обеспечивающего достижение запланированной (целевой) суммы чистой операционной прибыли.* Эта задача может иметь и обратную постановку: *определение плановой суммы чистой операционной прибыли предприятия при заданном плановом объеме реализации продукции.* Графически взаимосвязь между плановыми значениями объема реализации продукции и суммы чистой операционной прибыли представлена на рисунке 7.11.

Сумма чистого дохода,
издержек и прибыли

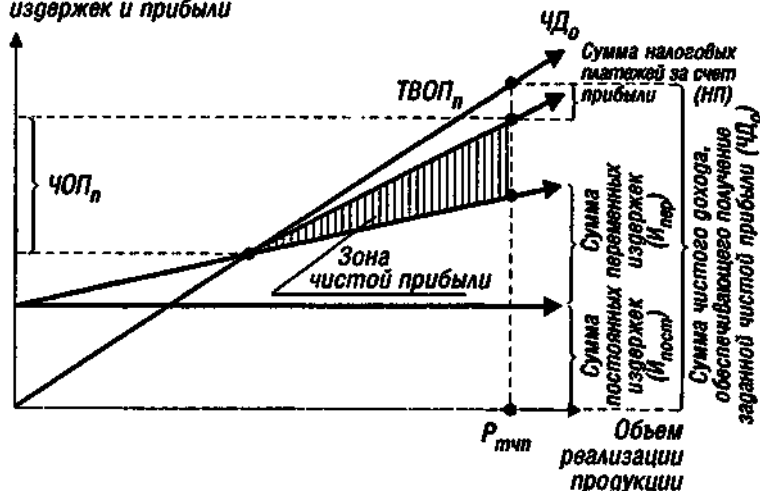


Рисунок 7.11. График формирования точки плановой чистой операционной прибыли предприятия

Из приведенного графика видно, что при запланированном объеме реализации продукции ($R_{\text{тчп}}$) предприятие может получить определенную сумму чистой операционной прибыли (ЧОП_n), на размер которой сумма чистого операционного дохода (ЧД_0) будет превышать сумму совокупных операционных затрат — как постоянных, так и переменных, а также сумму налоговых платежей, осуще-

ставляемых за счет прибыли. График может быть интерпретирован и в обратном варианте: *при запланированной сумме чистой операционной прибыли (ЧОП_п) плановый объем реализации продукции предприятия должен находиться в точке Р_{тчп}*. Этот объем реализации продукции может быть определен в стоимостном выражении по формулам:

$$CP_{тчп} = \frac{(ЧОП_{п} + И_{пост} + НП) \times 100}{Y_{чд} - Y_{и пер}};$$

$$CP_{тчп} = \frac{(ЧОП_{п} + И_{пост} + НП) \times 100}{Y_{мп}},$$

где $CP_{тчп}$ — стоимостной объем реализации продукции, обеспечивающий формирование плановой (целевой) суммы чистой операционной прибыли предприятия;

$ЧОП_{п}$ — планируемая (целевая) сумма чистой операционной прибыли предприятия;

$И_{пост}$ — плановая сумма постоянных операционных издержек;

$НП$ — плановая сумма налоговых платежей за счет прибыли, исчисленная исходя из суммы чистой операционной прибыли и ставки налога на прибыль методом обратного пересчета;

$Y_{чд}$ — уровень чистого операционного дохода к объему реализации продукции, %;

$Y_{и пер}$ — уровень переменных операционных издержек к объему реализации продукции, %;

$Y_{мп}$ — уровень маржинальной операционной прибыли к объему реализации продукции, %.

Соответственно, натуральный объем реализации продукции, обеспечивающий формирование плановой суммы чистой операционной прибыли предприятия, может быть определен по следующим формулам:

$$НР_{тчп} = \frac{(ЧОП_{п} + И_{пост} + НП) \times 100}{(Y_{чд} - Y_{и пер}) \times Ц_{еп}};$$

$$НР_{тчп} = \frac{(ЧОП_{п} + И_{пост} + НП) \times 100}{Y_{мп} \times Ц_{еп}}; \quad НР_{тчп} = \frac{CP_{тчп}}{Ц_{еп}},$$

где $НР_{\text{тщп}}$ — натуральный объем реализации продукции, обеспечивающий формирование плановой суммы чистой операционной прибыли предприятия;

$Ц_{\text{еп}}$ — плановая цена единицы реализуемой продукции;
(остальные значения показателей те же, что и в предыдущих формулах).

7. Определение возможных результатов роста суммы валовой операционной прибыли при оптимизации соотношения постоянных и переменных операционных издержек. Алгоритм и график, связанные с реализацией этой задачи, будут подробно раскрыты при рассмотрении вопроса операционного левериджа.

Таким образом, механизм управления различными видами операционных денежных потоков предприятия с использованием системы “взаимосвязь издержек, объема реализации и прибыли” основан на их зависимости (“чувствительности”) от следующих основных факторов:

а) объема реализации продукции в стоимостном или натуральном выражении;

б) суммы и уровня валового и чистого операционного дохода;

в) суммы и уровня переменных операционных издержек;

г) суммы постоянных операционных издержек;

д) соотношения постоянных и переменных операционных издержек;

е) суммы налоговых платежей, осуществляемых за счет доходов, издержек и прибыли.

Эти показатели могут рассматриваться как основные факторы формирования суммы различных видов операционных денежных потоков предприятия, воздействуя на которые можно получить необходимые результаты.

Глава 8.

УПРАВЛЕНИЕ ОПЕРАЦИОННЫМИ ДОХОДАМИ

8.1. СУЩНОСТЬ И ВИДЫ ОПЕРАЦИОННЫХ ДОХОДОВ

Важнейшим показателем операционного валового денежного потока предприятия является размер доходов, формируемых им в процессе операционной деятельности. Операционные доходы предприятия являются финансовой базой развития его операционной деятельности, обеспечивающей решение следующих трех важнейших задач:

1. Основная часть операционных доходов предприятия является источником возмещения всех текущих затрат (издержек), связанных с осуществлением его операционной деятельности. Реализация этой задачи обеспечивает *самоокупаемость операционной деятельности предприятия*.

2. Часть операционных доходов предприятия служит источником выплат налоговых платежей, связанных с осуществлением операционной деятельности. За счет этой части операционных доходов обеспечивается формирование средств государственного и местных бюджетов, внебюджетных фондов. Реализация этой задачи обеспечивает *выполнение финансовых обязательств предприятия перед государством*.

3. Определенная часть операционных доходов предприятия является источником формирования его чистой операционной прибыли. За счет этой части операционных доходов предприятие формирует фонды производственного развития, резервный, дополнительного материального стимулирования персонала, социальных выплат, выплат собственникам предприятия и т.п. Реализация этой задачи обеспечивает *самофинансирование развития операционной деятельности предприятия на расширенной основе в предстоящем периоде*.

Операционные доходы предприятия подразделяются на два основных вида:

1. Валовой (общий) операционный доход. Он представляет собой общую сумму дохода предприятия от реализации произведенных в процессе операционной деятельности товаров, работ и услуг на протяжении определенного периода, полученного в денежной, материальной и нематериальной формах как на территории данного государства, так и за его пределами.

2. Чистый операционный доход. Он представляет собой разницу между суммой валового (общего) операционного дохода и суммой налогов, входящих в цену продукции, т.е. уплачиваемых за счет дохода (налог на добавленную стоимость, акцизный сбор и т.п.).

Наряду с абсолютными значениями, в процессе управления операционными доходами предприятия используются и относительные их показатели. Основными из этих показателей являются:

1). Уровень чистого операционного дохода к объему реализации продукции. Он определяется по следующей формуле:

$$У_{\text{чод}} = \frac{\text{ЧОД}}{\text{ОР}} \times 100,$$

где $У_{\text{чод}}$ — уровень чистого операционного дохода к объему реализации продукции, %;

ЧОД — сумма чистого операционного дохода, полученного предприятием в рассматриваемом периоде;

ОР — объем реализации продукции в рассматриваемом периоде.

2). Коэффициент чистого операционного дохода. Этот показатель характеризует удельный вес чистого дохода в общей сумме валового операционного дохода, т.е. дает представление об условиях налогообложения последнего. Расчет этого показателя производится по следующей формуле:

$$К_{\text{чод}} = \frac{\text{ЧОД}}{\text{ВОД}} \times 100,$$

где $К_{\text{чод}}$ — коэффициент чистого операционного дохода, в %;

ЧОД — сумма чистого операционного дохода, полученного предприятием в рассматриваемом периоде;

ВОД — сумма валового операционного дохода, полученного предприятием в рассматриваемом периоде.

3). **Уровень валового (или чистого) операционного дохода к стоимости используемых операционных активов.** Этот показатель характеризует способность операционных активов генерировать валовой (или чистый) операционный доход. Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$Y_{\text{ода}} = \frac{\text{ВОД (или ЧОД)}}{\text{ОПА}} \times 100,$$

где $Y_{\text{ода}}$ — уровень валового (или чистого) операционного дохода к стоимости используемых операционных активов, в %;

ВОД (или ЧОД) — сумма валового (или чистого) операционного дохода, полученного предприятием в рассматриваемом периоде;

ОПА — средняя стоимость используемых операционных активов в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая).

Как сумма, так и уровень формируемых предприятием различных видов операционных доходов зависят от ряда факторов. Основные факторы, влияющие на сумму и уровень валового и чистого операционного дохода на предприятиях промышленности и торговли, приведены в табл. 8.1.

Рассматривая приведенные факторы, следует отметить, что они носят агрегированный характер, т.е. сами складываются под влиянием факторов второго порядка — емкости соответствующего товарного рынка, уровня конкуренции на нем, номенклатуры производимой (реализуемой) продукции и т.п. Вместе с тем, изложенные выше факторы позволяют полностью обеспечивать механизм управления формированием валового и чистого операционного дохода предприятия. Основу этого механизма управления составляют:

- а) формирование эффективной ценовой политики;*
- б) планирование операционных доходов.*

Таблица 8.1.

**Состав основных факторов, влияющих
на формирование суммы и уровня валового
и чистого операционного дохода предприятий
промышленности и торговли**

I. На предприятиях промышленности	II. На предприятиях торговли
1. Уровень цен реализации произведенной продукции 2. Объем реализации произведенной продукции 3. Уровень налогообложения валового операционного дохода	1. Уровень цен закупки товаров у поставщиков 2. Уровень цен реализации закупленных товаров покупателями 3. Объем товарооборота 4. Уровень налогообложения валового операционного дохода

Ниже подробно рассматривается содержание каждого из этих основных составляющих механизма управления формированием валового и чистого операционного дохода предприятия.

8.2 ФОРМИРОВАНИЕ ЦЕНОВОЙ ПОЛИТИКИ

Ценовая политика является не только одной из главных составляющих системы управления операционными денежными потоками предприятия, но и важнейшим механизмом, обеспечивающим многие приоритеты его экономического развития. Она существенно влияет на объем операционной деятельности предприятия, формирование его имиджа у потребителей продукции, уровень финансового состояния в целом. Кроме того, ценовая политика представляет собой действенный инструмент его конкурентной борьбы на товарном рынке.

Конкретный уровень цен на продукцию, устанавливаемый в процессе формирования ценовой политики, прямо влияет как на сумму операционного дохода, так и на сумму чистого денежного потока по операционной деятельности.

Используя систему “взаимосвязь издержек, объема реализации и прибыли”, это можно проследить по графику, приведенному на рис. 8.1.

Сумма чистого дохода,
издержек и прибыли

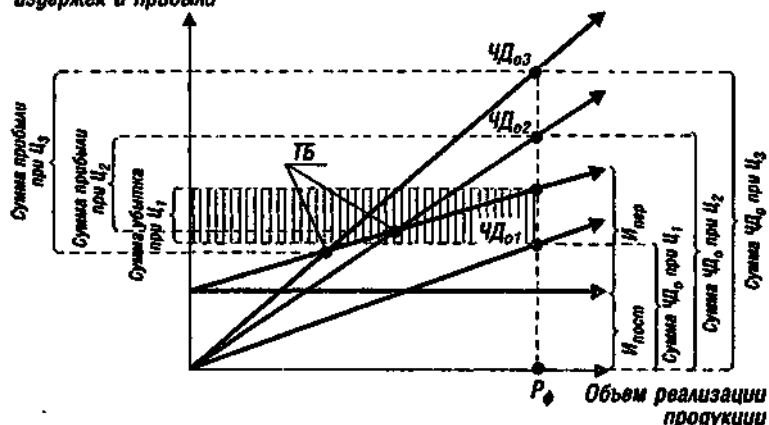


Рисунок 8.1. График зависимости формируемой суммы чистого операционного дохода и валовой операционной прибыли от уровня цены на продукцию

На графике представлено три варианта формирования суммы чистого операционного дохода в зависимости от трех значений уровня цен на реализуемую продукцию: C_1 , C_2 , C_3 (объем реализации продукции в натуральном выражении — P_Φ — при всех трех вариантах остается неизменным).

При первом значении уровня цены на продукцию (C_1) сумма формируемого операционного чистого дохода является наименьшей и не покрывает сумму совокупных операционных издержек ($I_{\text{пост}} + I_{\text{пер}}$), в результате чего результатом операционной деятельности предприятия является убыток.

При втором значении уровня цены на продукцию (C_2) реализуемый ее объем позволяет преодолеть точку безубыточности и предприятие имеет возможность сформировать определенную сумму валовой операционной прибыли (хотя и небольшую). Сумма чистого дохода при таком уровне цены существенно возрастает.

При третьем значении уровня цены на продукцию (C_3) предприятие достигает наивысших размеров формируемой суммы чистого операционного дохода и валовой операционной прибыли.

Из графика видно также, что уровень устанавливаемых цен на продукцию существенно влияет как на объем реализации продукции, обеспечивающий достижение точки безубыточности (ТБ), так и на возрастание предела безопасности (запаса прочности). Наименьший объем реализации продукции для достижения точки безубыточности необходим при C_3 ; при этом же уровне цены обеспечивается и наивысший предел безопасности. При C_2 объем реализации продукции, обеспечивающий достижение точки безубыточности, возрастает, а предел безопасности сокращается. При C_1 точка безубыточности вообще не достигается, а предел безопасности отсутствует.

С учетом зависимости суммы чистого операционного дохода и валовой операционной прибыли от уровня цены на продукцию формируется и ценовая политика предприятия. *Под формированием ценовой политики предприятия понимается обоснование системы дифференцированных цен на реализуемую продукцию и разработка мероприятий по обеспечению оперативной их корректировки в зависимости от изменения ситуации на товарном рынке и условий осуществления операционной деятельности.* Возможность осуществления предприятиями собственной дифференцированной ценовой политики является одним из несомненных достижений осуществляемых в стране рыночных реформ.

В процессе формирования ценовой политики предприятия должны соблюдаться следующие основные принципы:

1. *Обеспечение увязки ценовой политики предприятия с общей политикой управления прибылью и приоритетными целями осуществления операционной деятельности.* Ценовая политика должна рассматриваться как важнейшая составная часть общей политики управления прибылью на отдельных этапах ее реализации, а ее цели должны строго корреспондировать с избранными приоритетными целями развития операционной деятельности (по отношению к целям развития операционной деятель-

ности предприятия в целом цели формирования ценовой политики носят подчиненный характер).

2. Обеспечение увязки ценовой политики предприятия с конъюнктурой товарного рынка и особенностями избранной рыночной ниши. Такая увязка позволяет учесть не только условия формирования уровня цен на товар, но и характер требований к этой цене отдельных категорий покупателей.

3. Обеспечение комплексности подхода к установлению уровня цен на товар в сочетании с уровнем послепродажного обслуживания покупателей. Уровень послепродажного обслуживания покупателей и его продолжительность с одной стороны формируют степень покупательских предпочтений, а с другой — требуют соответствующего возмещения дополнительных затрат предприятия. Поэтому в процессе формирования ценовой политики оба эти параметра должны учитываться в комплексе.

4. Осуществление активной ценовой политики на рынке. Активные формы этой политики определяются такими факторами, как самостоятельность подходов к установлению уровня цен (а не “следование в фарватере” в этом вопросе за отдельными хозяйствующими субъектами на товарном рынке), дифференциация подходов к формированию уровней цен на отдельные качественные разновидности товаров и т.п. Осуществление активной ценовой политики обеспечивает четко выраженное ценовое позиционирование данного предприятия на товарном рынке.

5. Обеспечение высокого динамизма ценовой политики. Этот механизм обеспечивается быстротой реагирования разработанной ценовой политики на изменение внутренних условий осуществления операционной деятельности предприятия и факторов внешней среды, т.е. своевременностью пересмотра отдельных ее параметров в увязке с динамикой товарного рынка, стадиями жизненного цикла предприятия, изменениями норм правового и налогового регулирования операционной деятельности.

С учетом изложенных принципов осуществляется процесс непосредственного формирования ценовой политики на конкретном предприятии. Процесс этого формирования охватывает следующие основные этапы (рис. 8.2).

ЭТАПЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЦЕНОВОЙ ПОЛИТИКИ ПРЕДПРИЯТИЯ

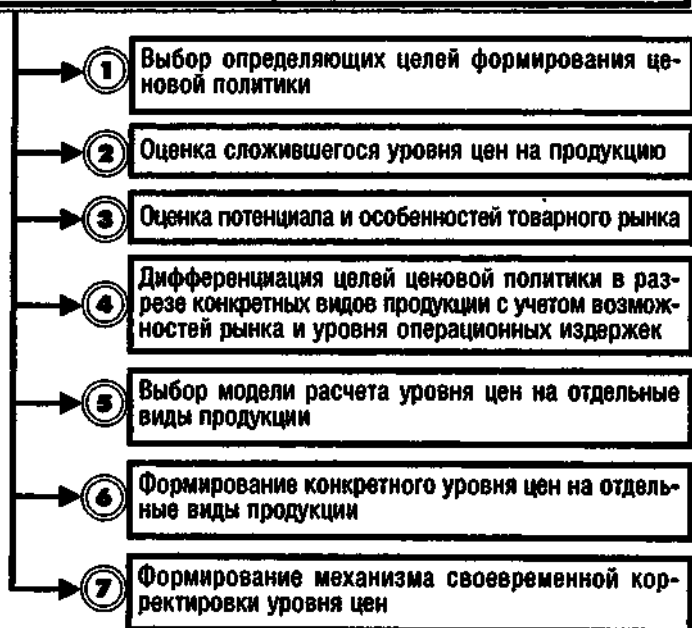


Рисунок 8.2. Содержание и последовательность основных этапов формирования ценовой политики предприятия

1. Выбор определяющих целей формирования ценовой политики. Этот выбор обусловлен задачами обеспечения стратегического развития операционной деятельности. С учетом этого формирование ценовой политики на предприятиях осуществляется исходя из трех принципиальных целевых ориентиров:

а) *ориентира на покупателя.* Такая ценовая установка призвана обеспечить развитие операционной деятельности и реализацию производимой продукции, в максимальной степени учитывающих возможности данного сегмента товарного рынка и предстоящих изменений его конъюнктуры;

б) *ориентира на текущие затраты*. Под текущими затратами в данном случае понимается сложивший уровень операционных издержек предприятия в процессе производства и организации сбыта продукции. Такая ценовая установка корреспондирует с фактическими затратами трудовых, материальных, нематериальных и финансовых ресурсов в процессе операционной деятельности и обеспечивает гарантированное возмещение этих затрат;

в) *ориентира на прибыль*. Такая ценовая установка призвана обеспечить формирование заранее обусловленного размера операционной прибыли (целевой ее суммы или уровня), достаточного для реализации целей разработанной политики управления прибылью предприятия.

2. *Оценка сложившегося уровня цен на продукцию*. Основной целью осуществления такой оценки является определение минимального ее уровня, ниже которого она не может быть установлена исходя из требований самоокупаемости процесса производства и сбыта конкретных видов продукции и операционной деятельности предприятия в целом. В процессе оценки уровня цен на продукцию анализируются:

а) средний уровень цен на отдельные виды производимой продукции и его динамика по отдельным этапам предпланового периода;

б) сложившаяся дифференциация уровня цен в разрезе конкретных наименований продукции в сопоставлении с уровнем их качества, формами послепродажного обслуживания и другими ценообразующими факторами;

в) возможности снижения уровня операционных издержек за счет экономии удельного расхода отдельных видов ресурсов и осуществления более эффективной операционной деятельности предприятия в предстоящем периоде.

3. *Оценка потенциала и особенностей товарного рынка*. Основной целью осуществления такой оценки является изучение возможностей дифференциации уровня цен с учетом покупательских предпочтений отдельных категорий обслуживаемых потребителей. В процессе оценки товарного рынка анализируются:

а) возможности дифференциации цен на отдельные виды продукции в рамках сложившегося "конкурентного поля" на данном сегменте товарного рынка;

б) возможности дифференциации уровня цен на отдельные виды продукции в разрезе отдельных категорий потребителей с учетом различий в уровне их послепродажного обслуживания;

в) возможности расширения объема сбыта отдельных видов производимой продукции за счет определенного снижения уровня цен на них. Рост объема сбыта продукции может вызвать увеличение суммы операционных доходов и прибыли даже при снижении уровня цен. Такая оценка связана с ценовой эластичностью спроса, определяющей степень чувствительности реагирования покупателей на изменение количества приобретаемой продукции в зависимости от изменения уровня цен на нее. Эта чувствительность реагирования измеряется коэффициентом эластичности спроса на продукцию по цене, показывающем в каком размере увеличивается объем спроса на продукцию при снижении ее цены на 1%. С точки зрения эластичности спроса на продукцию по цене все реализуемые ее виды подразделяются на следующие четыре группы: а) *высокоэластичные* (по которым объем спроса возрастает в большей степени, чем снижается цена); б) *среднеэластичные* (по которым рост объема спроса происходит в той же пропорции, что и снижение цены); в) *низкоэластичные* (по которым объем спроса возрастает в меньшей степени, чем снижается цена); г) *обратной эластичности* (по которым при снижении цены снижается и объем спроса — это относится к некоторым товарам, потребление которых при снижении цены замещается потреблением более высококачественных товаров).

Результаты оценки потенциала и особенностей товарного рынка позволяют с одной стороны выявить верхний предел формирования уровня цены на продукцию, а с другой — возможности дифференциации уровня цен на конкретные ее разновидности.

4. Дифференциация целей ценовой политики в разрезе конкретных видов продукции с учетом возможностей рынка и уровня операционных издержек. Проведенная оценка рынка позволяет перейти к наиболее ответственному этапу формирования ценовой политики — принципам ее дифференциации по отдельным видам продукции. В процессе такой дифференциации для каждого

конкретного вида продукции используются различные целевые ориентиры ценовой политики.

Дифференциация целей ценовой политики в разрезе конкретных видов продукции производится по следующим основным ее классификационным признакам:

а) *по роли продукции в удовлетворении потребностей.* В соответствии с этим признаком выделяют продукцию наиболее массового спроса; продукцию периодического спроса и продукцию эпизодического спроса. По каждому из этих видов продукции может осуществляться дифференцированная ценовая политика;

б) *по уровню качества продукции и характеру послепродажного обслуживания потребителей.* Оба эти признака взаимосвязаны и при дифференциации ценовой политики обычно рассматриваются комплексно;

в) *по стадии жизненного цикла товара.* На разных стадиях жизненного цикла товаров (в первую очередь, подверженных влиянию моды и высокотехнологичных) могут быть использованы различные целевые ориентиры ценовой политики.

Результаты проведенной дифференциации позволяют сгруппировать все виды производимой и реализуемой продукции по различным целевым ориентирам осуществления ценовой политики.

5. Выбор модели расчета уровня цен на отдельные виды продукции. Этот выбор определяется конкретным целевым ориентиром, избранным для осуществления ценовой политики по данному виду продукции.

а) *при ориентире ценовой политики на покупателя* базовым элементом расчета принимается уровень цены товара, приемлемый для соответствующих категорий покупателей. При таком подходе модель расчета исходит из следующего равенства:

$$УЦ_{\text{пок}} = Ц_{\text{п}},$$

где $УЦ_{\text{пок}}$ — уровень цены, устанавливаемый на производимую продукцию в ориентире на покупателя;

$Ц_{\text{п}}$ — цена, приемлемая для соответствующих категорий покупателей и обеспечивающая реализацию всего производимого объема продукции в минимальные сроки.

б) при ориентире ценовой политики на текущие затраты базовым элементом уровня цены принимается сумма полных операционных затрат (издержек), приходящихся на единицу продукции. В этом случае модель расчета уровня цены принимает такой вид:

$$УЦ_{тз} = \frac{(И_0 + ВП_0) \times 100}{100 - С_{ндс}}; ВП_0 = \frac{И_0 \times У_{вп}}{100},$$

где $УЦ_{тз}$ — уровень цены, устанавливаемый на производимую продукцию в ориентире на текущие затраты;

$И_0$ — средняя сумма полных операционных издержек, приходящихся на единицу продукции;

$ВП_0$ — средняя расчетная сумма валовой операционной прибыли, приходящаяся на единицу продукции (ее расчет осуществляется по среднему уровню прибыли по отдельно приведенной формуле);

$С_{ндс}$ — ставка налога на добавленную стоимость (и других налогов, уплачиваемых за счет валового операционного дохода предприятия), %;

$У_{вп}$ — средний уровень валовой операционной прибыли к издержкам, в % (он устанавливается единым по продукции с данной ориентировкой ценовой политики).

в) при ориентире ценовой политики на прибыль базовым элементом расчета уровня цены принимается целевой коэффициент рентабельности операционных издержек (текущих затрат), определяемый отношением целевой операционной прибыли к плановой сумме операционных издержек (полных текущих затрат по операционной деятельности) в процентах. В этом случае модель расчета уровня цены на продукцию имеет следующий вид:

$$УЦ_{пр} = \frac{(ЦОП + И_0) \times 100}{100 - С_{ндс}}; ЦОП = \frac{И_0 \times КР_{иц}}{100},$$

где $УЦ_{пр}$ — уровень цены, устанавливаемый на производимую продукцию в ориентире на прибыль;

$ЦОП$ — расчетная сумма целевой операционной прибыли (валовой), приходящаяся на единицу реализуемой продукции (ее расчет осуществляется по целевому коэффициенту рента-

бельности издержек по отдельно приведенной формуле);

I_0 — средняя сумма полных операционных издержек, приходящаяся на единицу продукции;

$C_{ндс}$ — ставка налога на добавленную стоимость (и других налогов, уплачиваемых за счет валового операционного дохода предприятия), %;

$KP_{иц}$ — средний по предприятию целевой коэффициент рентабельности операционных издержек, в %.

6. **Формирование конкретного уровня цен на отдельные виды продукции.** Такая конкретизация осуществляется по каждому виду (разновидности) выпускаемой продукции в соответствии с избранным для него вариантом модели расчета уровня цены. При этом определяются необходимые для расчета конкретные значения отдельных исходных показателей. Основное внимание при этом должно быть уделено калькулированию полных операционных затрат по различным видам продукции.

7. **Формирование механизма своевременной корректировки уровня цен.** Такая корректировка может носить характер запланированных и незапланированных отклонений от расчетного уровня цены в сторону ее уменьшения или увеличения.

Запланированное уменьшение уровня цены может регулироваться системой заранее обусловленных скидок с нее, предоставляемых: на покупку определенного количества продукции отдельных видов; на определенный суммарный объем покупки продукции; на наличный расчет за приобретенную продукцию ("деньги против товара"); на покупку сезонно потребляемой продукции в несезонный период; постоянным или льготным категориям покупателей и в других аналогичных случаях.

Запланированное увеличение уровня цены может быть обусловлено специфическими условиями доставки продукции покупателю, необходимостью ее повышенного страхования при транспортировании, ее особой фирменной упаковкой по требованию покупателя, уровнем и продолжительностью периода послепродажного обслуживания и другими аналогичными случаями.

Незапланированное отклонение от расчетного уровня цены может вызываться изменением конъюнктуры

товарного рынка (общим снижением или повышением спроса на данный вид продукции); изменением ставок налогообложения операционной деятельности предприятия; изменением условий хозяйствования, вызвавшим снижение или увеличение уровня операционных затрат и другими аналогичными причинами.

Механизм такой корректировки расчетного уровня цен на продукцию должен быть разработан на предприятии заранее в процессе формирования ценовой политики.

8.3. ПЛАНИРОВАНИЕ ОПЕРАЦИОННЫХ ДОХОДОВ

В системе управления операционными денежными потоками предприятия их планированию доходов принадлежит центральное место. Оно подчинено главной цели политики управления прибылью предприятия и обеспечивается комплексом мероприятий по проведению расчетов отдельных видов операционных доходов на предстоящий период.

Основными исходными предпосылками планирования операционных доходов предприятия являются: разработанная производственная программа, определяющая объемы и состав производимой продукции на предстоящий период; целевая сумма операционной прибыли, обеспечивающая условия эффективного развития предприятия в плановом периоде; разработанная ценовая политика предприятия.

Процесс планирования операционных доходов предприятия осуществляется по следующим четырем этапам (рис. 8.3):

1. **Анализ операционного дохода предприятия в предплановом периоде.** Задачи такого анализа и его глубина должны быть направлены на изыскание возможностей увеличения общей суммы валового и чистого операционного дохода, обеспечение плановых их расчетов необходимыми информативными показателями. В процессе осуществления такого анализа изучаются:

а) *динамика общей суммы валового операционного дохода предприятия в предплановом периоде.* При анализе динамики операционного дохода должна быть обеспечена сопоставимость цен на реализуемую продукцию.

ЭТАПЫ ПЛАНИРОВАНИЯ ОПЕРАЦИОННЫХ ДОХОДОВ

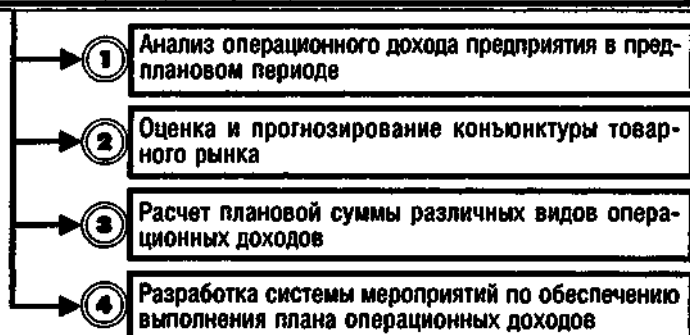


Рисунок 8.3. Содержание и последовательность процесса планирования операционных доходов предприятия

В этих целях на предприятии рассчитывается средний индекс цен по отдельным этапам отчетного периода. Показатели общей суммы валового и чистого операционного дохода предприятия приводятся в сопоставляющий вид по следующей формуле:

$$ОД_c = \frac{ОД_ф}{И_ц},$$

где $ОД_c$ — сумма валового (чистого) операционного дохода предприятия в сопоставимых ценах;

$ОД_ф$ — сумма валового (чистого) операционного дохода предприятия в фактических ценах;

$И_ц$ — средневзвешенный индекс цен на реализованную продукцию по отношению к первому анализируемому периоду.

После ценового сопоставления анализируемых показателей определяются темпы изменения общей суммы валового операционного дохода предприятия по отдельным этапам отчетного периода. Расчеты осуществляются по формуле средней геометрической:

$$T_{вод} = \sqrt[n-1]{\frac{ВОД_n}{ВОД_1}} \times 100,$$

где $T_{\text{вод}}$ — средний темп изменения (роста или снижения) общей суммы валового операционного дохода в рассматриваемом отрезке времени (год или квартал), в %;

ВОД_n — общая сумма валового операционного дохода в сопоставимых ценах в последнем периоде рассматриваемого отрезка времени (квартала или месяца);

ВОД_1 — общая сумма валового операционного дохода в первом периоде рассматриваемого отрезка времени (в первом квартале или месяце);

n — количество периодов в рассматриваемом отрезке времени;

б) *равномерность формирования валового операционного дохода предприятия.* Для характеристики этой равномерности используются обычно показатели среднеквадратического отклонения этих доходов и коэффициента их вариации (алгоритмы расчета этих показателей рассмотрены ранее);

в) *соотношение чистого и валового операционного дохода предприятия в анализируемом периоде.* В этих целях рассчитывается и анализируется в динамике коэффициент чистого операционного дохода;

г) *основные факторы, повлиявшие на изменение суммы валового и чистого операционного дохода предприятия в плановом периоде.* В составе этих факторов основное внимание в процессе анализа должно быть уделено: изменению объема производства продукции; изменению состава производимой продукции; изменению уровня цен на отдельные виды продукции; изменению видов и ставок налоговых платежей, входящих в цену продукции (уплачиваемых за счет валового операционного дохода).

Результаты анализа позволяют выявить основные тенденции в развитии валового и чистого операционного дохода предприятия и учесть их в процессе осуществления плановых расчетов.

2. *Оценка и прогнозирование конъюнктуры товарного рынка.* Состояние товарного рынка, на различных сегментах которого предприятие формирует свой валовой операционный доход путем реализации отдельных видов продукции, характеризуют такие его элементы, как спрос, предложение, цена и конкуренция. Соотношение

указанных элементов товарного рынка постоянно изменяется. Это общее состояние динамики, изменчивости товарного рынка представляет собой чрезвычайно сложное экономическое явление, поскольку оно формируется под влиянием множества разнородных и разнонаправленных внутрирыночных и общеэкономических факторов.

В то же время, каждому предприятию важно знать, на какую степень активности товарного рынка, его видов и сегментов ему следует ориентироваться при планировании своего валового операционного дохода в процессе реализации производимой продукции.

Степень активности товарного рынка определяется путем изучения рыночной конъюнктуры. *Рыночная конъюнктура представляет собой форму проявления на товарном рынке (отдельных его видах и сегментах) системы факторов (условий), определяющих соотношение объемов спроса и предложения, уровней цен и конкуренции.*

Конъюнктура товарного рынка характеризуется определенными конъюнктурными циклами, в рамках каждого из которых выделяют следующие четыре стадии: 1) подъем конъюнктуры; 2) конъюнктурный бум; 3) ослабление конъюнктуры; 4) конъюнктурный спад (рис. 8.4).

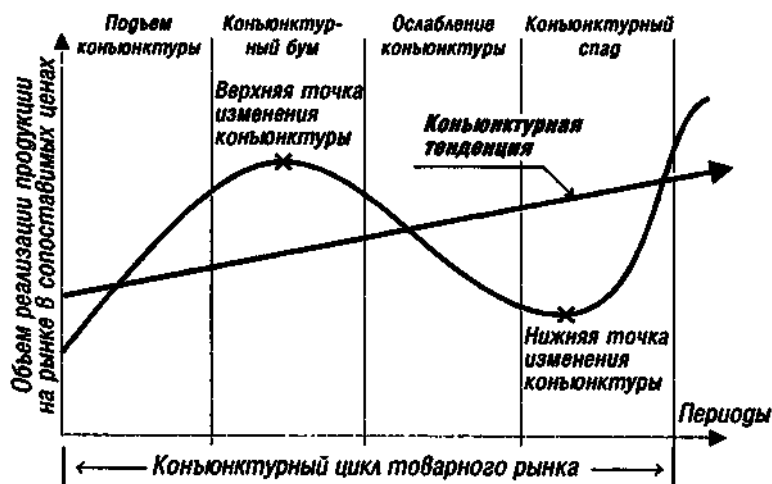


Рисунок 8.4. Характер стадий изменения конъюнктуры товарного рынка

Смена всех стадий конъюнктуры рынка определенного вида продукции происходит в среднем за 1-2 года. При этом стадии конъюнктуры товарного рынка могут совпадать, а могут и не совпадать с фазами общеэкономического развития страны. Практика показывает, что конъюнктурный бум на рынке отдельных видов продукции может происходить даже в период общеэкономической депрессии, в то время как конъюнктурный спад в конкретном сегменте рынка может иметь место и в период подъема экономики.

В связи с циклическим развитием и постоянной изменчивостью товарного рынка необходимо систематически изучать его конъюнктуру в разрезе отдельных видов и сегментов с тем, чтобы формировать эффективную политику операционной деятельности предприятия и определять потенциал развития его операционных доходов. Изучение конъюнктуры товарного рынка в процессе управления операционными доходами предприятия охватывает следующие этапы:

а) *текущее наблюдение за рыночной активностью.* Оно осуществляется в тех сегментах товарного рынка, в которых предприятие осуществляет (или намеревается осуществлять в ближайшее время) свою коммерческую деятельность, связанную с формированием операционных доходов. Текущее наблюдение за состоянием товарного рынка требует формирования целенаправленной системы показателей, характеризующих отдельные его сегменты. Среди этих показателей особое внимание должно быть уделено динамике объема спроса в регионе на различные виды продукции, изменению среднего уровня цен и размера ценового диапазона в отдельных сегментах рынка, изменению числа конкурентов и степени их воздействия на рыночные процессы и некоторым другим. Результаты текущего наблюдения за конъюнктурой товарного рынка фиксируются в табличной или графической форме;

б) *оценка текущей конъюнктуры товарного рынка.* Она осуществляется в процессе анализа, основная цель которого состоит в выявлении особенностей конкретных сегментов товарного рынка и тех изменений, которые происходят на них в момент наблюдения по сравнению с предшествующим периодом. Анализ конъюнктуры

рынка в разрезе отдельных его сегментов производится в два этапа.

На первом этапе анализа производится расчет системы аналитических показателей, характеризующих текущую рыночную конъюнктуру (на основе наблюдаемых информативных показателей). К таким показателям относятся: общий объем продаж данного вида продукции на рассматриваемом региональном рынке; уровень удовлетворения спроса покупателей на продукцию; темпы роста (снижения) среднего уровня цен на продукцию.

На втором этапе анализа выявляются предпосылки к изменению текущей конъюнктурной стадии данного сегмента товарного рынка. Эти изменения по многим видам продукции связаны с сезонностью их производства или потребления.

В процессе оценки текущей конъюнктуры рынка должны быть выявлены и исключены из анализа ее тенденций отдельные краткосрочные колебания, вызванные действием случайных факторов. К таким факторам относятся: резкие изменения погодных условий; нарушения ритмичности работы железнодорожного транспорта; стихийные бедствия; период праздников; паническая реакция покупателей или продавцов на ожидаемые изменения экономической политики государства и т.п.

в) прогнозирование конъюнктуры товарного рынка. В условиях нестабильности экономического развития страны, отсутствия достоверной информации и по ряду других причин прогнозирование рыночной конъюнктуры ограничивается в настоящее время краткосрочным и среднесрочным периодом, что вполне достаточно для целей планирования операционных доходов. Это прогнозирование осуществляется обычно двумя основными методами: факторным и трендовым.

Факторный метод прогнозирования рыночной конъюнктуры основан на изучении отдельных факторов, влияющих на спрос, предложение, цены и конкуренцию на рынке конкретного вида продукции, и определении возможного изменения этих факторов в предстоящем периоде. Эти факторы подразделяются на экономические, демографические, социально-политические и другие. При использовании факторного метода прогнозирования конъюнктуры рынка вначале изучается влияние различ-

ных факторов на отдельные его элементы, затем отбираются наиболее значимые из них (оказывающие наибольшее влияние) и строится многофакторная модель регрессии. Ряд крупных предприятий, специализирующихся на производстве и реализации относительно небольшой номенклатуры продукции, могут самостоятельно разрабатывать многофакторные конъюнктурные прогнозы (вводя в свой штат маркетологов — специалистов по изучению и прогнозированию рынка). Другие предприятия могут приобретать эту информацию у маркетинговых фирм, специализирующихся на прогнозировании конъюнктуры рынков отдельных видов продукции. Факторный метод используется при среднесрочном прогнозировании рыночной конъюнктуры.

Трендовый метод прогнозирования конъюнктуры основан на распространении выявленной в процессе ранее проведенной оценки конъюнктурной тенденции на предстоящий период. При этом пренебрегают случайными факторами воздействия на эту тенденцию. Вместе с тем, следует учесть предстоящие уже известные изменения факторов внутрирыночных (например, сокращение поступления конкретных видов сырьевых ресурсов) или общеэкономических (например, изменение системы налогообложения производства и реализации отдельных видов продукции; изменение порядка лицензирования и квотирования продукции при осуществлении внешнеэкономических операций и т.п.). Этот метод доступен менеджерам любого предприятия, так как базируется на результатах текущего наблюдения и оценки конъюнктуры отдельных сегментов товарного рынка. Трендовый метод используется обычно для краткосрочного прогнозирования конъюнктуры товарного рынка.

С учетом результатов прогнозирования рыночной конъюнктуры осуществляются плановые расчеты суммы валового и чистого операционного дохода предприятия на предстоящий период.

3. Расчет плановой суммы различных видов операционных доходов. Этот расчет основывается на использовании ряда методов, основными из которых являются:

а) *планирование валового операционного дохода на основе разработанной производственной программы (плана производства продукции).* Этот метод расчета позволяет

увязать планирование валового операционного дохода с ресурсным потенциалом предприятия и уровнем его использования. Базовым показателем расчета плановой суммы валового операционного дохода выступает в этом случае *планируемый объем производства товарной продукции*. Модель расчета плановой суммы валового операционного дохода предприятия при использовании этого метода имеет следующий вид:

$$\text{ВОД}_\text{п} = \text{ЗГП}_\text{н} + \text{ПГП} - \text{ЗГП}_\text{к},$$

где $\text{ВОД}_\text{п}$ — плановая сумма валового операционного дохода предприятия, рассчитанная на основе производственной программы;

$\text{ЗГП}_\text{н}$ — сумма запасов готовой продукции на начало планируемого периода;

$\text{ЗГП}_\text{к}$ — сумма запасов готовой продукции на конец планируемого периода;

ПГП — суммарный объем производства готовой товарной продукции в плановом периоде.

б) *Планирование чистого операционного дохода на основе разработанной производственной программы*. Базовым показателем при этом выступает *плановая сумма валового операционного дохода, рассчитанная на основе производственной программы предприятия*. Модель расчета этого показателя имеет следующий вид:

$$\text{ЧОД}_\text{п} = \frac{\text{ВОД}_\text{п} (100 - \text{НДС})}{100},$$

где $\text{ЧОД}_\text{п}$ — плановая сумма чистого операционного дохода, рассчитанная на основе производственной программы;

$\text{ВОД}_\text{п}$ — плановая сумма валового операционного дохода, рассчитанная на основе производственной программы;

НДС — ставка налога на добавленную стоимость (и других налогов, уплачиваемых за счет валового операционного дохода), в %.

в) *планирование чистого операционного дохода на основе целевой суммы прибыли*. Этот метод является наиболее прогрессивным, так как позволяет наиболее полно увязать планируемую сумму операционного дохода с зада-

чами развития предприятия в предстоящем периоде, обеспечивая необходимый уровень самофинансирования развития операционной деятельности. Базовым показателем расчета плановой суммы чистого операционного дохода предприятия в этом случае выступает *целевая сумма чистой операционной прибыли* (порядок ее формирования рассматривается в соответствующем разделе). Модель расчета плановой суммы чистого операционного дохода при использовании этого метода имеет следующий вид:

$$\text{ЧОД}_ц = \frac{\text{ЧОП}_ц \times 100}{100 - \text{НП}} + \text{И}_о,$$

где $\text{ЧОД}_ц$ — плановая сумма чистого операционного дохода предприятия, рассчитанная на основе целевой суммы прибыли;

$\text{ЧОП}_ц$ — целевая сумма чистой операционной прибыли, определенная на плановый период;

$\text{И}_о$ — планируемая сумма операционных издержек;

НП — ставка налога на прибыль (и других обязательных платежей за счет прибыли), в %.

г) *планирование валового операционного дохода на основе целевой суммы прибыли*. Базовым показателем при этом выступает *плановая сумма чистого операционного дохода, рассчитанного на основе целевой суммы прибыли*. Модель расчета этого показателя имеет следующий вид:

$$\text{ВОД}_ц = \frac{\text{ЧОД}_ц \times 100}{100 - \text{НДС}},$$

где $\text{ВОД}_ц$ — плановая сумма валового операционного дохода предприятия, рассчитанная на основе целевой суммы прибыли;

$\text{ЧОД}_ц$ — плановая сумма чистого операционного дохода, рассчитанная на основе целевой суммы прибыли;

НДС — ставка налога на добавленную стоимость (и других налоговых платежей, уплачиваемых за счет валового операционного дохода), %.

4. Разработка системы мероприятий по обеспечению выполнения плана операционных доходов. Система этих мероприятий разрабатывается в разрезе следующих основных направлений:

- а) эффективное осуществление разработанной ценовой политики;
- б) использование благоприятной конъюнктуры рынка в отдельных его сегментах;
- в) повышение уровня сервисного обслуживания покупателей продукции;
- г) предоставление товарного кредита покупателям с целью стимулирования реализации продукции;
- д) интенсификация рекламной и информационной деятельности;
- е) развитие сети фирменных сбытовых филиалов по реализации продукции;
- ж) доведение разработанных планов до центров дохода и прибыли.

Глава 9.

УПРАВЛЕНИЕ ОПЕРАЦИОННЫМИ ЗАТРАТАМИ

9.1. СУЩНОСТЬ И ВИДЫ ОПЕРАЦИОННЫХ ЗАТРАТ

Операционная деятельность предприятия с момента его создания связана с осуществлением разнообразных затрат трудовых, материальных, нематериальных и финансовых ресурсов в процессе производства и реализации продукции, которые формируют основу операционного отрицательного денежного потока.

Операционные затраты предприятия, осуществляемые им в процессе снабженческой, производственной, сбытовой операционной деятельности, представлены в основном его издержками, которые в разных отраслях принимают различную форму: в промышленности — издержки производства или себестоимость продукции, в торговле — издержки обращения и т.п. В целях унификации терминологии все операционные затраты в дальнейшем будут идентифицироваться с термином “издержки”. *Под операционными затратами (издержками)*

понимаются выраженные в денежной форме затраты трудовых, материальных, нематериальных и финансовых ресурсов на осуществление операционной деятельности предприятия.

Операционные затраты предприятия характеризуются следующими основными показателями:

а) абсолютной суммой издержек, которые предприятие понесло в процессе своей операционной деятельности за определенный период. Этот показатель дает представление об объеме понесенных операционных затрат, но не позволяет судить об их эффективности;

б) коэффициентом (или уровнем) издержкостности операционной деятельности. Он определяется как отношение суммы издержек производства и сбыта продукции к объему ее реализации, выраженное в процентах. Коэффициент издержкостности является важнейшим качественным показателем экономичности операционной деятельности предприятия. Расчет этого показателя осуществляется по следующим формулам:

$$КИ_{од} = \frac{И_о}{ОР} \times 100; КИ_{пд} = \frac{ИП}{ОП} \times 100; КИ_{сп} = \frac{ИС}{ОР} \times 100,$$

где $КИ_{од}$ — общий коэффициент издержкостности операционной деятельности, %;

$КИ_{пд}$ — коэффициент издержкостности производства продукции;

$КИ_{сп}$ — коэффициент издержкостности сбыта продукции (в торговле — уровень издержек обращения);

$И_о$ — общая сумма издержек (операционных затрат) в рассматриваемом периоде;

$ИП$ — сумма издержек, связанных с производством продукции (производственная себестоимость) в рассматриваемом периоде;

$ИС$ — сумма издержек, связанных со сбытом продукции (в торговле — полная сумма издержек обращения) в рассматриваемом периоде;

$ОР$ — объем реализации продукции в рассматриваемом периоде (в торговле — объем товарооборота);

$ОП$ — объем производства продукции в рассматриваемом периоде.

в) коэффициентом (или уровнем) издержкоотдачи. Этот показатель является обратным по отношению к коэффициенту издержкоемкости операционной деятельности. Он характеризует объем реализации (производства) продукции (или товарооборота торговых предприятий), приходящийся на единицу понесенных в определенном периоде затрат. Этот показатель характеризует *результативность операционных затрат предприятия*. Принципиальная формула расчета этого показателя имеет следующий вид:

$$\text{КИО}_{\text{оз}} = \frac{\text{ОР}}{\text{И}_0},$$

где $\text{КИО}_{\text{оз}}$ — общий коэффициент издержкоотдачи;

ОР — объем реализации продукции в рассматриваемом периоде (в торговле — объем товарооборота);

И_0 — общая сумма операционных затрат (в торговле — издержек обращения) в рассматриваемом периоде.

г) коэффициентом (или уровнем) рентабельности операционных затрат. Он определяется как отношение суммы валовой или чистой операционной прибыли к сумме издержек (модели расчета коэффициентов валовой и чистой рентабельности операционных затрат рассмотрены ранее). Коэффициент рентабельности является одним из важнейших показателей *эффективности операционных затрат*.

Для эффективного управления операционными затратами предприятия разработана соответствующая их классификация. Эта классификация используется в процессе учета, анализа, калькулирования, планирования и контроля операционных затрат (издержек) и проводится по следующим основным признакам:

1. По степени эластичности к объему реализации продукции выделяют постоянные и переменные издержки (операционные затраты). Такое разделение операционных затрат составляет важнейшее условие эффективности управления операционной прибылью предприятия в целом на основе использования системы “Взаимосвязь издержек, объема реализации и прибыли” (или “CVP”).

а) *Переменные издержки* прямо зависят от изменения объема производства и реализации продукции, однако степень такой зависимости различна. Она может носить *пропорциональный характер* (при котором сумма переменных операционных затрат отдельных видов растет или сокращается пропорционально росту или снижению объема производства и реализации продукции); *дегрессивный характер* (при котором сумма переменных операционных затрат отдельных видов растет меньшими темпами, чем возрастает объем производства и реализации продукции, например, расходы на рекламу при эффективном ее осуществлении); *прогрессивный характер* (при котором сумма переменных операционных затрат отдельных видов растет более высокими темпами, чем увеличивается производство и объем реализации продукции, например, расходы на заработную плату работников производства при сдельно-премиальной системе оплаты их труда). Таким образом, наличие переменных операционных затрат (издержек) обусловлено процессом производства и реализации продукции на предприятии.

б) *Постоянные издержки* не зависят от изменения объема производства и реализации продукции, т.е. они имеют место даже в том случае, если предприятие временно не осуществляет операционную деятельность. При этом в составе таких операционных затрат выделяются *абсолютно постоянные издержки* (например, расходы на аренду производственных помещений) и *условно постоянные издержки* (например, износ малоценных и быстроизнашивающихся предметов). Рассматривая постоянные операционные затраты, следует иметь в виду, что они являются таковыми только в коротком периоде операционной деятельности предприятия. В длительном периоде этой деятельности все виды операционных затрат предприятия подвержены изменению.

Зависимость постоянных и переменных операционных затрат предприятия от объема операционной деятельности схематически представлена на рис. 9.1.

Выделение в составе операционных затрат переменных и постоянных их видов является одним из основополагающих принципов их классификации в целях эффективного управления ими.

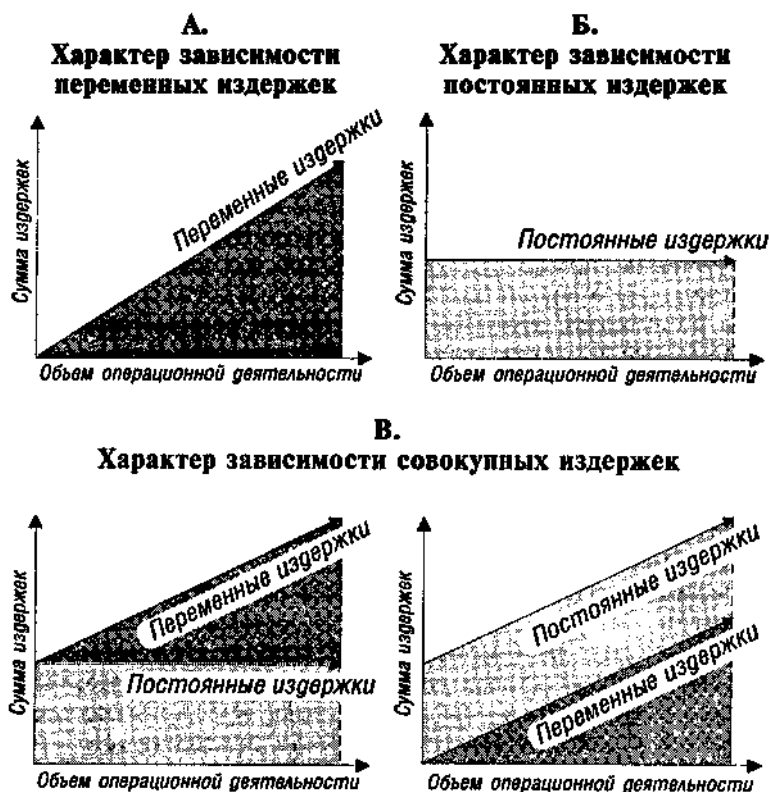


Рисунок 9.1. Характер зависимости переменных и постоянных издержек от объема операционной деятельности

2. По содержанию операционного процесса выделяют операционные затраты, связанные с производством продукции; со сбытом продукции и полные операционные затраты. Такая классификация издержек используется на производственных предприятиях.

а) *Операционные затраты, связанные с производством продукции* (издержки производства или производственная себестоимость) включают весь комплекс этих затрат, начиная с закупки сырья и материалов и заканчивая выпуском готовой продукции. При большом объеме снабженческой операционной деятельности затраты по этим

операциям могут быть выделены в отдельный самостоятельный блок (издержки снабжения).

б) *Операционные затраты, связанные со сбытом произведенной продукции* (сбытовые издержки или издержки обращения) включают весь комплекс затрат по осуществлению ее реализации.

в) *Полные операционные затраты* (полные издержки или полная себестоимость продукции) объединяют в своем составе как производственные, так и сбытовые издержки предприятия.

3. По возможности отнесения на конкретные результаты операционной деятельности (производство и реализацию отдельных видов продукции; деятельность отдельных центров ответственности и т.п.) выделяют прямые и непрямые издержки.

а) *Прямыми издержками* являются такие виды операционных затрат, которые в полном объеме могут быть отнесены к тому или иному конкретному результату операционной деятельности (например, расход конкретного вида основного сырья на производство определенного вида продукции).

б) *Непрямыми издержками* являются такие виды операционных затрат, которые в связи с комплексностью их осуществления не могут быть в полном объеме отнесены к тому или иному результату операционной деятельности и требуют предварительного распределения (например, общепроизводственные затраты). Непрямые издержки образуют так называемые "комплексные статьи калькуляции" и распределяются с использованием специальных методов.

Следует отметить, что деление операционных затрат (издержек) на прямые и непрямые зависит от конкретных целей их распределения в процессе управления ими и в соответствии с этими целями может изменяться. Так, при формировании бюджета рекламной компании, связанной с имиджем или продукцией предприятия, расходы на размещение теле-, радио- и других видов рекламы будут носить прямой характер; в то же время они будут являться непрямыми при калькулировании себестоимости отдельных видов продукции.

4. По степени целесообразности понесенных затрат выделяют полезные и бесполезные издержки.

а) *Полезными издержками* являются такие виды операционных затрат, которые способствовали результативному осуществлению операционной деятельности предприятия.

б) *Бесполезными издержками* являются такие виды операционных затрат, которые связаны с обслуживанием неиспользуемой части трудовых, материальных, нематериальных и финансовых ресурсов, предназначенных для осуществления операционной деятельности (например, выплата заработной платы работникам за период выполнения ими общественных обязанностей; амортизационные отчисления по неиспользуемому оборудованию и т.п.).

5. По экономическому содержанию (экономическим элементам) выделяют следующие группы операционных затрат (издержек):

а) *Материальные расходы.* К ним относятся стоимость сырья, материалов, покупных полуфабрикатов, использованных при производстве отдельных видов продукции; стоимость использованных топлива и электроэнергии; стоимость запасных частей и материалов для проведения текущего ремонта производственных основных фондов; потери вследствие недостачи материальных ценностей в пределах норм убыли и некоторые другие аналогичные виды операционных расходов, связанные с затратами материальных ресурсов.

б) *Расходы на оплату труда.* К ним относят все виды выплат основной и дополнительной заработной платы штатных и внештатных работников предприятия, относимых на издержки (себестоимость). Все формы материального стимулирования персонала за счет прибыли в состав операционных затрат не включаются.

в) *Отчисления на социальные мероприятия.* К ним относят все виды обязательных отчислений предприятия в различные внебюджетные фонды, обеспечивающие реализацию государственных социальных программ (фонд государственного социального страхования; государственный пенсионный фонд; фонд государственного медицинского страхования и т.п.), относимые на издержки (себестоимость). Социальные выплаты персоналу предприятия за счет прибыли в состав операционных затрат не включаются;

г) *Амортизация основных фондов и нематериальных активов.* Особенности выделения этого элемента операционных затрат связаны с действующим порядком налого-

обложения прибыли. К ним относятся амортизационные отчисления от балансовой стоимости производственных основных фондов, а также амортизируемых видов нематериальных активов предприятия.

д) *Другие расходы*. К ним относятся все прочие виды операционных затрат предприятия.

6. По конкретным видам затрат выделяют отдельные статьи издержек (себестоимости), совокупность которых составляет их номенклатуру. Такая единая учетная номенклатура установлена для предприятий различных сфер и отраслей экономики и отражает специфику осуществляемой ими операционной деятельности. В рамках каждой из установленных статей издержек (себестоимости) предприятие может организовать управленческий учет своих операционных затрат, обеспечивающий эффективное управление ими.

7. По периоду отнесения произведенных текущих расходов выделяют издержки, *связанные с текущей операционной деятельностью*, которые возмещены в процессе данного операционного цикла, и *издержки, которые будут возмещены в предстоящем периоде* (издержки, отнесенные на запасы готовой продукции на конец периода; расходы будущих периодов и т.п.).

С учетом приведенной классификации осуществляется конкретное управление операционными затратами на предприятии.

Критерием экономичности операционных затрат предприятия выступает *минимизация уровня издержкостемкости операционной деятельности*. Низкий уровень издержкостемкости позволяет предприятию получать определенные конкурентные преимущества на товарном рынке, свободнее осуществлять свою ценовую политику и при прочих равных условиях достигать более высоких размеров операционной прибыли.

Однако следует иметь в виду, что снижение уровня издержкостемкости операционной деятельности является важной задачей, но не основной целью управления операционными затратами, так как оно может сопровождаться снижением качества продукции и сервисного обслуживания покупателей, отказом от производства и реализации пользующихся спросом отдельных перспективных, но издержкостемких видов продукции, сменой приоритетов

стратегического развития операционной деятельности предприятия на кратковременные экономические выгоды в текущем периоде. Поэтому *основной целью управления операционными затратами на предприятии является оптимизация их суммы и уровня, обеспечивающая высокие темпы развития операционной деятельности и достижение предусмотренных объемов операционной прибыли.*

Процесс управления операционными затратами на предприятии связан с действием определенных факторов, влияющих на их формирование. Эти факторы весьма многообразны. В процессе управления операционными затратами — их анализе, поиске резервов экономии и планировании — все факторы принято подразделять на две основные группы: 1) зависящие от деятельности предприятия (внутренние факторы); 2) не зависящие от деятельности предприятия (внешние факторы).

1) В системе внутренних факторов, зависящих от деятельности предприятия, выделяют следующие:

а) *объем производства и реализации продукции.* Этот фактор оказывает наибольшее влияние на операционные затраты, так как переменные их виды прямо связаны с изменением этого показателя. Рост объема производства и реализации продукции приводит к увеличению общей суммы операционных затрат, однако уровень издержек при этом снижается (так как сумма постоянных операционных затрат остается неизменной).

С ростом объема производства и реализации продукции до определенного предела сумма переменных, а соответственно и общих операционных затрат предприятия растет обычно меньшими темпами, так как в составе переменных преобладают виды издержек, имеющие дегрессивный характер (это связано с реализацией резервов более эффективного использования ресурсного потенциала предприятия). Однако начиная с определенного момента, рост объема производства и реализации продукции вызывает еще больший рост суммы переменных, а частично и постоянных операционных затрат, в результате чего темпы роста общей их суммы могут превысить темпы роста производства и реализации продукции. Такая ситуация связана с необходимостью вовлечения дополнительного объема ресурсов всех видов на обеспечение прироста производства и реализации продукции,

в результате чего резко возрастают постоянные операционные затраты, а в составе переменных в этом периоде начинают преобладать виды издержек, имеющие прогрессивный характер. Следовательно рост объема производства и реализации продукции лишь до определенных пределов может вызывать снижение уровня издержкостности операционной деятельности.

б) Состав производимой и реализуемой продукции. Различные виды продукции имеют разный уровень издержкостности. Управляя операционными затратами, необходимо всегда сопоставлять уровень издержкостности реализуемой продукции и уровень ее рентабельности. Как правило, высокий уровень издержкостности продукции не должен приводить к снижению уровня рентабельности ее реализации.

в) Продолжительность операционного цикла. Чем короче период обращения оборотных активов, тем соответственно ниже на предприятии уровень расходов по хранению сырья, материалов и готовой продукции, затраты по инкассации дебиторской задолженности, удельные расходы по управлению предприятием, потери различных материальных ресурсов от естественной убыли.

г) Уровень производительности труда. Чем выше объем производства и реализации продукции, приходящийся на одного работника предприятия, тем соответственно ниже уровень операционных расходов по оплате труда и других затрат по содержанию персонала.

д) Состояние используемых производственных основных фондов. Чем выше степень их износа, тем больший объем операционных затрат несет предприятие по их ремонту, тем выше уровень потерь отдельных видов сырья, материалов и готовой продукции в процессе их хранения.

е) Обеспеченность собственными оборотными активами. Чем выше этот показатель, тем меньшим объемом заемных средств пользуется предприятие в процессе осуществления операционной деятельности, а соответственно тем ниже сумма и уровень процентов за кредит, включаемых в состав операционных затрат (издержек).

2. В системе внешних факторов, не зависящих от деятельности предприятия, выделяются следующие:

а) Темпы инфляции в стране. Чем выше этот показатель, тем быстрее растет сумма операционных затрат по

оплате труда персонала; обслуживанию используемых в процессе операционной деятельности заемных средств; оплате услуг транспортных, ремонтных и других сторонних предприятий; отчислениям на социальные мероприятия.

б) *Уровень развития отдельных сегментов товарного рынка.* В условиях "рынка продавца" уровень издержкоемкости реализации отдельных видов продукции значительно ниже, чем в условиях "рынка покупателя". Это связано с различиями в скорости обращения запасов готовой продукции, в уровне расходов на ее рекламу, в уровне расходов на сбыт произведенной продукции и т.п.

в) *Изменение уровня государственных (муниципальных) арендных ставок.* В настоящее время значительная часть предприятий арендуют помещения у государственных (муниципальных) органов управления имуществом. Поэтому периодический рост системы государственных арендных ставок вызывает повышение суммы операционных затрат в целом.

г) *Изменение видов и ставок налоговых платежей, входящих в состав операционных затрат* (относимых на издержки или себестоимость продукции). В составе операционных затрат налоговые платежи (особенно связанные с начислениями на фонд оплаты труда) занимают довольно существенный удельный вес. Поэтому изменение видов этих платежей или уровня налоговых ставок по ним отражается на общей сумме и уровне операционных затрат предприятия.

Учет этих факторов позволяет более эффективно управлять операционными затратами предприятия.

Эффективность этого управления существенно возрастает при внедрении на предприятии системы управленческого учета и организации центров затрат и центров прибыли.

4

9.2 ОПЕРАЦИОННЫЙ ЛЕВЕРИДЖ

9.2. Разделение всей совокупности операционных затрат предприятия на постоянные и переменные их виды позволяет использовать механизм управления операционными денежными потоками, известный как "*операционный леверидж*". Действие этого механизма основано на

том, что наличие в составе операционных затрат любой суммы постоянных их видов приводит к тому, что при изменении объема реализации продукции, сумма операционной прибыли, а соответственно и чистого денежного потока предприятия, всегда изменяется еще более высокими темпами. Иными словами, постоянные операционные затраты (издержки) самим фактом своего существования вызывают непропорционально более высокое изменение суммы операционной прибыли предприятия при любом изменении объема реализации продукции вне зависимости от размера предприятия, отраслевых особенностей его операционной деятельности и других факторов (причины такого изменения подробно рассмотрены при определении влияния объема реализации продукции на сумму и уровень совокупных операционных затрат).

Однако степень такой чувствительности операционной прибыли к изменению объема реализации продукции неоднозначна на предприятиях, имеющих различное соотношение постоянных и переменных операционных затрат. Чем выше удельный вес постоянных издержек в общей сумме операционных затрат предприятия, тем в большей степени изменяется сумма операционной прибыли по отношению к темпам изменения объема реализации продукции.

Соотношение постоянных и переменных операционных затрат предприятия, позволяющее "включать" механизм операционного левеиджа с различной интенсивностью воздействия на операционную прибыль предприятия, характеризуется *"коэффициентом операционного левеиджа"*, который рассчитывается по следующей формуле:

$$K_{ол} = \frac{I_{пост}}{I_0},$$

где $K_{ол}$ — коэффициент операционного левеиджа;

$I_{пост}$ — сумма постоянных операционных издержек;

I_0 — общая сумма операционных издержек.

Чем выше значение коэффициента операционного левеиджа на предприятии, тем в большей степени оно способно ускорять темпы прироста операционной прибыли по отношению к темпам прироста объема реализации продукции. Иными словами, при одинаковых темпах

прироста объема реализации продукции предприятие, имеющее больший коэффициент операционного лeverиджа, при прочих равных условиях всегда будет в большей степени приращивать сумму своей операционной прибыли в сравнении с предприятием с меньшим значением этого коэффициента.

Конкретное соотношение прироста суммы операционной прибыли и суммы объема реализации, достигаемое при определенном коэффициенте операционного лeverиджа, характеризуется показателем *“эффект операционного лeverиджа”*. Принципиальная формула расчета этого показателя имеет вид:

$$\mathcal{E}_{\text{ол}} = \frac{\Delta \text{ВОП}}{\Delta \text{ОР}},$$

где $\mathcal{E}_{\text{ол}}$ — эффект операционного лeverиджа, достигаемый при конкретном значении его коэффициента на предприятии;

$\Delta \text{ВОП}$ — темп прироста валовой операционной прибыли, в %;

$\Delta \text{ОР}$ — темп прироста объема реализации продукции, в %.

Задавая тот или иной темп прироста объема реализации продукции, мы всегда можем, используя указанную формулу, определить, в каких размерах возрастает сумма операционной прибыли при сложившемся на предприятии коэффициенте операционного лeverиджа. Различия в достигаемом эффекте на разных предприятиях будут определяться при этом различиями в соотношении их постоянных и переменных операционных затрат, отражаемыми коэффициентом операционного лeverиджа.

Приведенная выше принципиальная формула расчета эффекта операционного лeverиджа имеет ряд модификаций.

Так, в целях управления маржинальной прибылью предприятия эффект операционного лeverиджа может быть выражен следующими формулами:

$$\mathcal{E}_{\text{ол}} = \frac{\Delta \text{МП}}{\Delta \text{ОР}}; \quad \mathcal{E}_{\text{ол}} = \frac{\Delta \text{МП}}{\Delta \text{ВОП}},$$

где $\mathcal{E}_{\text{ол}}$ — эффект операционного лeverиджа;

$\Delta МП$ — темп прироста маржинальной операционной прибыли, в %;

$\Delta ВОП$ — темп прироста валовой операционной прибыли, в %;

$\Delta ОР$ — темп прироста объема реализации продукции, в %.

В целях исключения влияния налоговых платежей, включаемых в цену продукции и уплачиваемых за счет валового дохода, расчет эффекта операционного левериджа может быть произведен по следующей формуле:

$$\mathcal{E}_{ол} = \frac{\Delta ВОП}{\Delta ЧОД},$$

где $\mathcal{E}_{ол}$ — эффект операционного левериджа;

$\Delta ВОП$ — темп прироста валовой операционной прибыли, в %;

$\Delta ЧОД$ — темп прироста чистого операционного дохода.

Эта формула наиболее приемлема для расчета операционного левериджа на предприятиях торговли.

В целях раздельного изучения влияния на операционную прибыль прироста объема реализации продукции в натуральном выражении и изменения уровня цен на нее для определения эффекта операционного левериджа используется следующая формула:

$$\mathcal{E}_{ол} = \frac{\Delta ВОП}{\Delta ОР_n \times \Delta Ц_e},$$

где $\mathcal{E}_{ол}$ — эффект операционного левериджа;

$\Delta ВОП$ — темп прироста валовой операционной прибыли, в %;

$\Delta ОР_n$ — темп прироста объема реализации продукции в натуральном выражении (количество единиц продукции), в %;

$\Delta Ц_e$ — темп изменения уровня средней цены за единицу продукции, в %.

Эта формула позволяет комплексно учесть влияние на изменение суммы операционной прибыли как коэффициента операционного левериджа, так и изменения ценовой политики.

Имеются и другие более сложные модификации формулы расчета эффекта операционного левериджа. Однако несмотря на различия алгоритмов определения эффекта

операционного левериджа, содержание механизма управления операционной прибылью путем воздействия на соотношение постоянных и переменных издержек предприятия остается неизменным.

Для наглядности рассмотрим эффект операционного левериджа на следующем примере: два предприятия "А" и "Б" имеют одинаковую исходную базу объема реализации продукции и наращивают этот объем на протяжении последующих периодов одинаковыми темпами. При этом на предприятии "Б" сумма постоянных операционных затрат вдвое превышает аналогичный показатель на предприятии "А" (соответственно 60 и 30 условных денежных единиц). В то же время на предприятии "А" в более высоком размере сложился уровень переменных операционных затрат в расчете на единицу производимой продукции, чем на предприятии "Б" (соответственно 20% и 10%). Исходя из этих различных соотношений постоянных и переменных операционных затрат на предприятиях определим темпы прироста суммы валовой операционной прибыли при одинаковых темпах прироста объема реализации продукции (уровень налоговых платежей за счет валового операционного дохода примем в размере 20% от общей его суммы). Результаты расчета эффекта операционного левериджа представлены в табл. 9.1.

Как видно из результатов расчета, оба предприятия за счет наличия постоянных операционных затрат получают эффект операционного левериджа. Однако уровень этого эффекта значительно различается в силу различий коэффициента операционного левериджа.

Так, предприятие "А", приравнив объем реализации продукции по отношению к первому периоду на 100% во втором и на 200% в третьем периодах, получило соответственно прирост валовой операционной прибыли в размере 200% и 400%. В то же время предприятие "Б" при тех же темпах прироста объема реализации продукции за счет более высокого коэффициента операционного левериджа получило прирост валовой операционной прибыли в размере соответственно 600% и 1400%. И по отношению ко второму периоду механизм проявления эффекта операционного левериджа остался неизменным — приравнив объем реализации продукции на 50%, предприятие "А" получило прирост суммы валовой опера-

Таблица 9.1.

Расчет эффекта операционного левирджа

(в условных денежных единицах)

Показатели	Предприятие "А"			Предприятие "Б"		
	I период	II период	III период	I период	II период	III период
1	2	3	4	5	6	7
1. Объем реализуемой продукции	100	200	300	100	200	300
2. Сумма постоянных операционных затрат	30	30	30	60	60	60
3. Уровень переменных операционных затрат к объему реализации продукции, в %	20	20	20	10	10	10
4. Сумма переменных операционных затрат $\left(\frac{\text{гр. 1} \times \text{гр. 3}}{100} \right)$	20	40	60	10	20	30
5. Общая сумма операционных затрат (гр. 2 + гр. 4)	50	70	90	70	80	90
6. Коэффициент операционного левирджа $\left(\frac{\text{гр. 2}}{\text{гр. 5}} \right)$	0,60	0,43	0,33	0,86	0,75	0,67

Окончание таблицы 9.1.

1	2	3	4	5	6	7
7. Ставка налоговых платежей за счет доходов, %	20	20	20	20	20	20
8. Сумма налоговых платежей за счет доходов $\left(\frac{\text{гр.1} \times \text{гр.7}}{100} \right)$	20	40	60	20	40	60
9. Сумма валовой операционной прибыли (гр. 1 – гр. 5 – гр. 8)	30	90	150	10	80	150
10. Темп роста валовой операционной прибыли, в %: — к первому периоду — ко второму периоду	— —	300 —	500 167	— —	700 —	1500 188
11. Темп роста объема реализации продукции, %: — к первому периоду — ко второму периоду	— —	200 —	300 150	— —	200 —	300 150

ционной прибыли в размере 67%, а предприятие "Б" (за счет более высокого коэффициента операционного левериджа) — в размере 88%.

Для наглядности результаты сравнения эффекта операционного левериджа на предприятиях "А" и "Б" в обобщенном виде могут быть представлены следующим образом (табл. 9.2.).

Таблица 9.2.

Обобщенные результаты сравнения эффекта операционного левериджа на различных предприятиях (по расчетным данным таблицы 9.1)

Показатели	Предприятие "А"		Предприятие "Б"	
	II период	III период	II период	III период
1	2	3	4	5
А. К первому периоду				
1. Исходный коэффициент операционного левериджа	0,60	0,60	0,86	0,86
2. Эффект операционного левериджа (прирост валовой операционной прибыли на 1% прироста объема реализации продукции), %	2,0	2,0	6,0	7,0
Б. Ко второму периоду				
1. Исходный коэффициент операционного левериджа	—	0,43	—	0,75
2. Эффект операционного левериджа (прирост валовой операционной прибыли на 1% прироста объема реализации продукции), %	—	1,3	—	1,8

Результаты сравнения показывают, что за счет более высокого исходного коэффициента операционного левериджа степень чувствительности операционной прибыли к приросту объема реализации продукции на предприятии "Б" значительно выше, чем на предприятии "А".

Выше был рассмотрен общий принцип действия механизма операционного лeverиджа. Вместе с тем, в конкретных ситуациях операционной деятельности предприятия проявление механизма операционного лeverиджа имеет ряд особенностей, которые необходимо учитывать в процессе его использования для управления прибылью. Сформулируем основные из этих особенностей.

1. Положительное воздействие операционного лeverиджа начинается проявляться лишь после того, как предприятие преодолело точку безубыточности своей операционной деятельности. Для того, чтобы положительный эффект операционного лeverиджа начал проявляться, предприятие вначале должно получить достаточный размер маржинальной прибыли, чтобы покрыть свои постоянные операционные расходы (т.е. обеспечить равенство: $МП = И_{\text{пост}}$). Это связано с тем, что предприятие обязано возмещать свои постоянные операционные затраты независимо от конкретного объема реализации продукции, поэтому чем выше сумма постоянных издержек и коэффициент операционного лeverиджа, тем позже при прочих равных условиях оно достигнет точки безубыточности своей деятельности. В связи с этим, пока предприятие не обеспечило безубыточность своей операционной деятельности, высокий коэффициент операционного лeverиджа будет являться дополнительным "грузом" на пути к достижению точки безубыточности. Это можно проследить по данным, представленным на рис. 9.2.

Как видно из представленного графика при высоком удельном весе постоянных затрат (коэффициенте операционного лeverиджа) точка безубыточности лежит гораздо правее при наращении объема реализации продукции.

2. После преодоления точки безубыточности, чем выше коэффициент операционного лeverиджа, тем большей силой воздействия на прирост прибыли будет обладать предприятие, наращивая объем реализации продукции. Этот тезис уже был подтвержден ранее приведенным примером (см. табл. 9.1), поэтому проиллюстрируем его только графически (рис. 9.3).

Из приведенного графика видно, что при одинаковых темпах прироста объема реализации продукции на предприятии с более высоким коэффициентом операционного лeverиджа (предприятие "Б") сумма операцион-

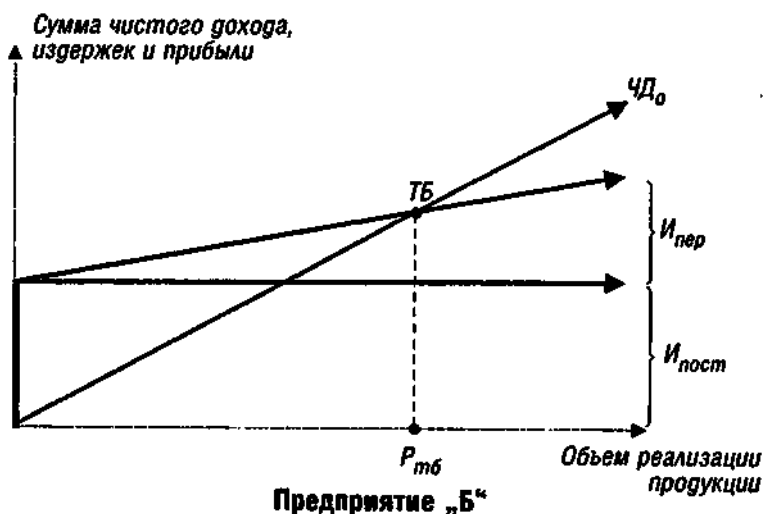
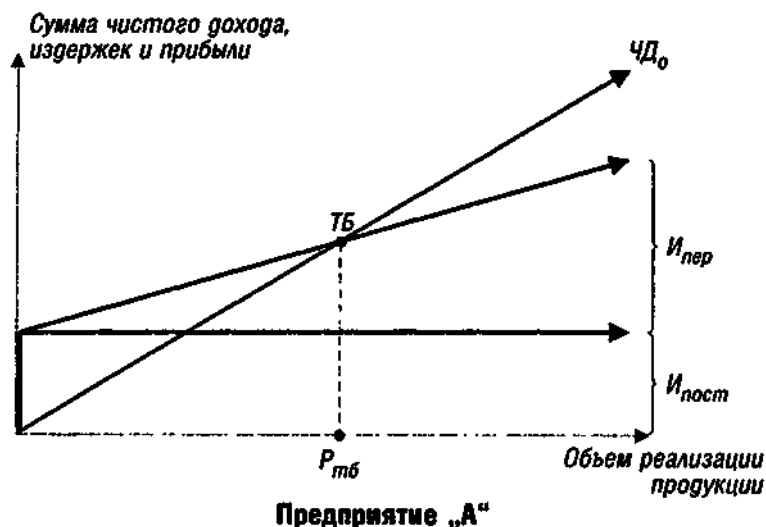


Рисунок 9.2. Сравнение объема реализации продукции, обеспечивающего достижение точки безубыточности, на предприятиях с различным удельным весом постоянных операционных затрат

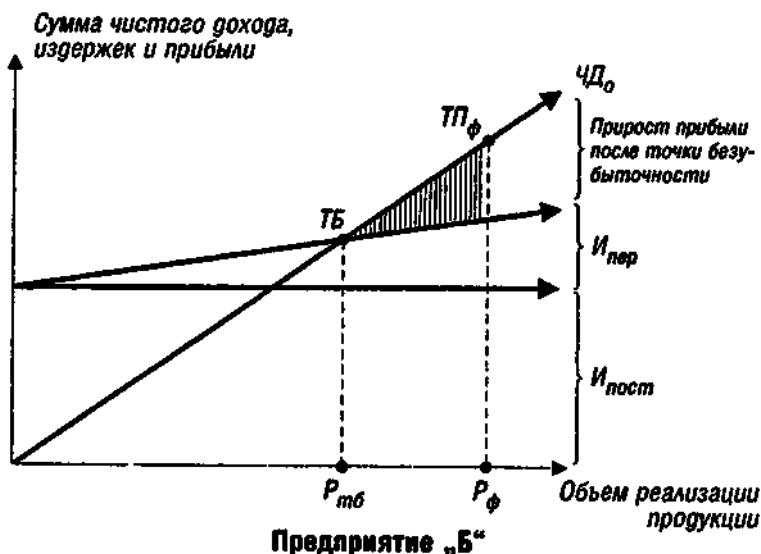
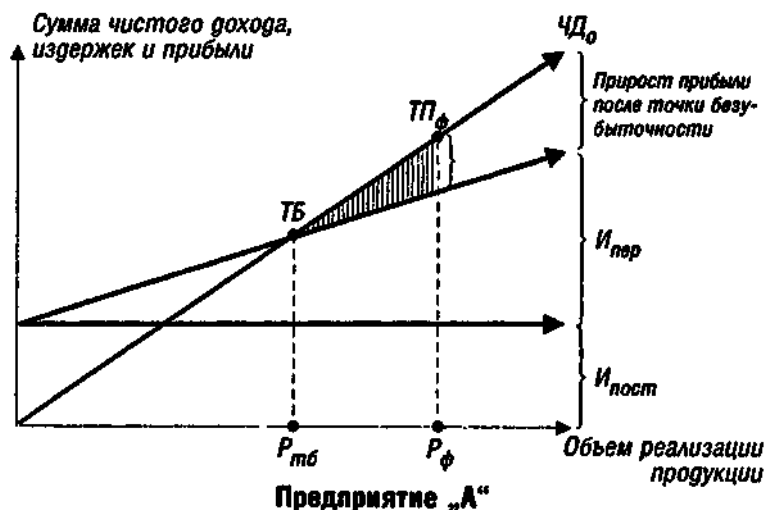


Рисунок 9.3. Сравнение темпов наращивания прибыли после достижения точки безубыточности при одинаковом приросте объема реализации продукции на предприятиях с различным удельным весом постоянных операционных затрат

ной прибыли возрастает более высокими темпами после преодоления точки безубыточности, чем на предприятии с меньшим значением коэффициента операционного леве́риджа (предприятие "А").

3. Наибольшее положительное воздействие операционного леве́риджа достигается в поле, максимально приближенном к точке безубыточности (после ее преодоления). По мере дальнейшего наращивания объема реализации продукции и удаления от точки безубыточности (т.е. при наращении предела безопасности или запаса прочности) эффект операционного леве́риджа начинает снижаться. Иными словами, каждый последующий процент прироста объема реализации продукции будет приводить к все меньшему темпу прироста суммы операционной прибыли (но при этом темпы прироста суммы прибыли всегда будут оставаться ббльшими, чем темпы прироста объема реализации продукции). Это можно проследить по графику, представленному на рис. 9.4.

Сумма чистого дохода,
издержек и прибыли

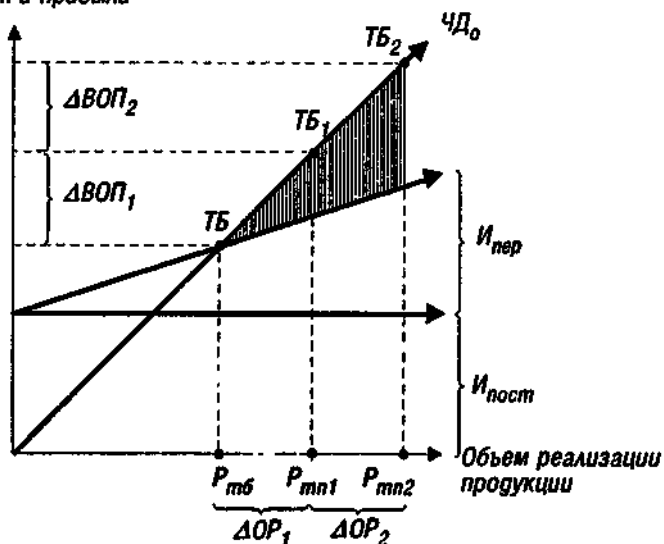


Рисунок 9.4. Сравнение темпов прироста валовой операционной прибыли (ВОП) по мере удаления от точки безубыточности

Из приведенного графика видно, что при одинаковых объемах прироста реализации продукции, валовая операционная прибыль снижается при удалении предприятия от точки безубыточности или увеличении предела безопасности: $\Delta \text{ВОП}_2 < \Delta \text{ВОП}_1$.

4. Механизм операционного левериджа имеет и обратную направленность — при любом снижении объема реализации продукции в еще большей степени будет уменьшаться размер валовой операционной прибыли. При этом пропорции такого снижения зависят от значения коэффициента операционного левериджа: чем выше это значение, тем более высокими темпами будет уменьшаться сумма валовой операционной прибыли по отношению к темпам снижения объема реализации продукции. Аналогично, по мере приближения к точке безубыточности в обратном направлении, негативный эффект темпов снижения прибыли по отношению к темпам снижения объема реализации продукции будет возрастать. Пропорциональность снижения или возрастания эффекта операционного левериджа при неизменном значении его коэффициента позволяет сделать вывод о том, что коэффициент операционного левериджа является инструментом, уравнивающим соотношение уровня доходности и уровня риска в процессе осуществления операционной деятельности.

5. Эффект операционного левериджа проявляется только в коротком периоде. Это определяется тем, что операционные затраты, относимые к составу постоянных, остаются неизменными лишь на протяжении короткого отрезка времени. Как только в процессе наращивания объема реализации продукции происходит очередной скачок суммы постоянных операционных затрат, предприятию необходимо преодолевать новую точку безубыточности или приспособлять к ней свою операционную деятельность. Иными словами, после такого скачка, обуславливающего изменение коэффициента операционного левериджа, его эффект проявляется в новых условиях хозяйствования.

Понимание механизма проявления операционного левериджа позволяет целенаправленно управлять соотношением постоянных и переменных издержек в целях повышения эффективности операционной деятельности. Это управление сводится к изменению значения коэффициента операционного левериджа при различных тенден-

циях конъюнктуры товарного рынка и стадиях жизненного цикла предприятия.

При неблагоприятной конъюнктуре товарного рынка, определяющей возможное снижение объема реализации продукции, а также на ранних стадиях жизненного цикла предприятия, когда им еще не преодолена точка безубыточности, необходимо принимать меры к снижению значения коэффициента операционного левериджа. И наоборот при благоприятной конъюнктуре товарного рынка и наличии определенного предела безопасности (запаса прочности) требования к осуществлению режима экономии постоянных затрат могут быть существенно ослаблены — в такие периоды предприятие может значительно расширять объем реальных инвестиций, проводя реконструкцию и модернизацию производственных основных фондов.

Управление операционным левериджем может осуществляться путем воздействия как на постоянные, так и на переменные операционные затраты.

При управлении постоянными затратами следует иметь в виду, что высокий их уровень в значительной мере определяется отраслевыми особенностями осуществления операционной деятельности, определяющими различный уровень фондоемкости производимой продукции, дифференциацию уровня механизации и автоматизации труда. Кроме того следует отметить, что постоянные затраты в меньшей степени поддаются быстрому изменению, поэтому предприятия, имеющие высокий коэффициент операционного левериджа, теряют гибкость в управлении своими издержками.

Однако несмотря на эти объективные ограничители, на каждом предприятии имеется достаточно возможностей снижения при необходимости суммы и удельного веса постоянных операционных затрат. К числу таких резервов можно отнести существенное сокращение накладных расходов (расходов по управлению) при неблагоприятной конъюнктуре товарного рынка; продажу части неиспользуемого оборудования и нематериальных активов с целью снижения потока амортизационных отчислений; широкое использование краткосрочных форм лизинга машин и оборудования вместо их приобретения в собственность; сокращение объема ряда потребляемых коммунальных услуг и некоторые другие.

При управлении переменными затратами основным ориентиром должно быть обеспечение постоянной их экономии, т.к. между суммой этих затрат и объемом производства и реализации продукции существует прямая зависимость. Обеспечение этой экономии до преодоления предприятием точки безубыточности ведет к росту суммы маржинальной прибыли, что позволяет быстрее преодолеть эту точку. После преодоления точки безубыточности сумма экономии переменных затрат будет обеспечивать прямой прирост валовой операционной прибыли. К числу основных резервов экономии переменных затрат можно отнести снижение численности работников основного и вспомогательных производств за счет обеспечения роста производительности их труда; сокращение размера запасов сырья, материалов и готовой продукции в периоды неблагоприятной конъюнктуры товарного рынка; обеспечение выгодных для предприятия условий поставки сырья и материалов и другие.

Целенаправленное управление постоянными и переменными затратами, оперативное изменение их соотношения при меняющихся условиях хозяйствования позволяет увеличить потенциал формирования операционной прибыли и соответственно операционного чистого денежного потока предприятия.

9.3. КАЛЬКУЛИРОВАНИЕ СЕБЕСТОИМОСТИ ПРОДУКЦИИ

В системе управления затратами формирования операционных денежных потоков важная роль отводится калькулированию себестоимости продукции. *Калькулирование себестоимости продукции представляет собой процесс определения объема и структуры удельных операционных затрат на производство и реализацию отдельных ее видов.*

Процесс калькулирования себестоимости продукции^к состоит из следующих основных этапов (рис. 9.5).

1. **Выбор объектов калькулирования** определяет направленность всего его процесса. *Под объектами калькулирования понимаются конкретные результаты или сегменты операционной деятельности предприятия, требующие стоимостного измерения с целью эффективного управления операционной прибылью.* Такими объектами каль-

ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ПРОЦЕССА КАЛЬКУЛИРОВАНИЯ СЕБЕСТОИМОСТИ ПРОДУКЦИИ

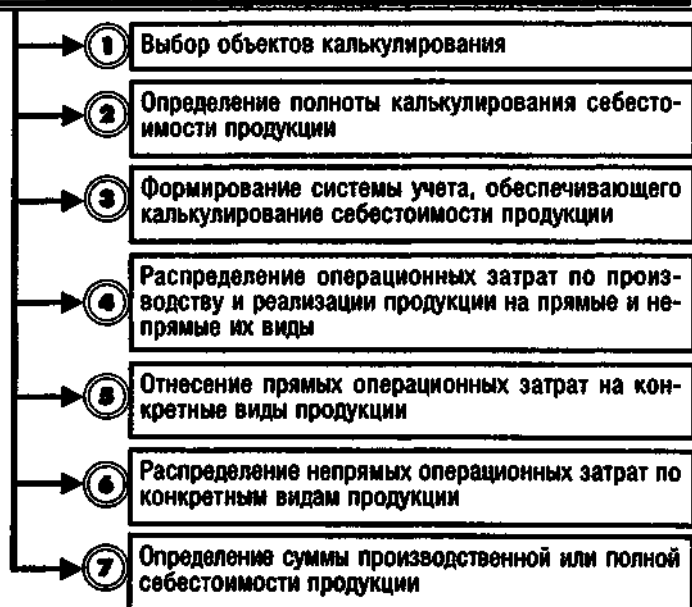


Рисунок 9.5. Содержание и последовательность процесса калькулирования себестоимости продукции на предприятии

кулирования могут быть произведенные предприятием изделия (полуфабрикаты, товары), осуществленные работы, оказанные услуги и т.п. Степень детализации объектов калькулирования определяется самим предприятием.

2. Определение полноты калькулирования себестоимости продукции. В зависимости от целей осуществления различают калькулирование частичной или полной себестоимости продукции. Формами частичного калькулирования могут быть калькулирование производственной себестоимости продукции (которое характеризует определение затрат лишь на ее производство); калькулирование маржинальной себестоимости продукции (которое характеризует определение лишь переменных затрат

в разрезе отдельных видов продукции для выяснения суммы маржинальной прибыли по ним) и т.п. Полная себестоимость продукции отражает все виды затрат, связанных с ее производством и реализацией.

3. Формирование системы учета, обеспечивающего калькулирование себестоимости продукции. Управленческий учет затрат, позволяющий осуществлять процесс калькулирования себестоимости продукции, должен строиться в разрезе объектов калькулирования и быть подчинен конкретной системе осуществления этого процесса. Вместе с тем, независимо от объекта и используемой системы калькулирования себестоимости продукции (эти системы подробно рассматриваются далее), управленческий учет должен включать:

а) систему учета затрат на производство продукции в разрезе отдельных их статей;

б) систему учета выхода готовой продукции в натуральных единицах измерения;

в) систему учета затрат на реализацию (сбыт) готовой продукции в разрезе отдельных их статей;

г) систему учета продажи готовой продукции в стоимостных и натуральных единицах измерения;

е) систему организации документооборота, обеспечивающего своевременное и корректное отражение учитываемых показателей.

4. Распределение операционных затрат по производству и реализации продукции на прямые и непрямые их виды.

Прямые операционные затраты, группируемые в процессе калькулирования себестоимости продукции, включают следующие их виды: сырье, материалы, покупные комплектующие изделия и полуфабрикаты; топливо и электроэнергия, использованные на технологические цели; основная и дополнительная заработная плата работников, занятых в производстве соответствующих видов продукции; отчисления на социальные нужды — социальное, пенсионное, медицинское страхование и т.п. — по установленным ставкам от суммы заработной платы работников, занятых в производстве соответствующих видов продукции; расходы, связанные с подготовкой и освоением конкретных видов продукции; возмещение износа специальных инструментов и устройств целевого

340

назначения; прямые расходы по реализации продукции; другие прямые расходы.

Непрямые операционные затраты в процессе калькулирования себестоимости продукции подразделяются обычно на две основные группы — а) общепроизводственные непрямые операционные затраты; б) общехозяйственные непрямые операционные затраты.

а) *Общепроизводственные непрямые операционные затраты* включают следующие основные их виды: основная и дополнительная заработная плата работников аппарата управления производственных структурных подразделений; отчисления на социальные нужды по установленным ставкам от суммы заработной платы этих работников; расходы на полное восстановление, ремонт, аренду и содержание основных фондов, находящихся в пользовании производственных структурных подразделений; износ малоценных и быстроизнашивающихся предметов; прочие расходы, связанные с деятельностью производственных структурных подразделений, которые не могут быть прямо отнесены на производство конкретных видов продукции.

б) *Общехозяйственные непрямые операционные затраты* включают следующие основные их виды: основная и дополнительная заработная плата работников аппарата управления предприятием в целом; отчисления на социальные нужды от суммы заработной платы этих работников; общие расходы по организации материально-технического снабжения и сбыта продукции; расходы на служебные командировки в пределах норм; расходы на содержание и эксплуатацию основных фондов и нематериальных активов, используемых работниками аппарата управления предприятием в целом; затраты, связанные с набором персонала; другие расходы, которые не могут быть отнесены на производство конкретных видов продукции или общепроизводственные затраты структурных подразделений.

5. Отнесение прямых операционных затрат на конкретные виды продукции. Оно представляет собой процесс распределения прямых операционных затрат в разрезе конкретных объектов калькулирования — товаров, полуфабрикатов, проведенных работ, оказанных услуг и т.п. В процессе этого этапа общая сумма прямых опера-

ционных затрат предприятия должна быть полностью распределена по видам производимой (реализуемой) им продукции.

6. Распределение не прямых операционных затрат по конкретным видам продукции. Этот этап является наиболее сложным и трудоемким в процессе калькулирования себестоимости продукции, требующим определенных творческих подходов. Более того, любое распределение не прямых операционных затрат носит условный характер и никогда не позволяет получить абсолютно точные и надежные результаты, отражающие уровень этих затрат в себестоимости конкретных видов продукции.

Распределение не прямых операционных затрат по конкретным видам продукции связано с определением базы распределения, расчетом нормативной ставки распределения и с выбором конкретного метода распределения.

База распределения не прямых затрат характеризует основной показатель, обеспечивающий причинно-следственную связь с конкретным видом распределяемых затрат, который должен быть положен в основу распределения. В зависимости от вида распределяемых затрат обычно применяются следующие варианты базы их распределения:

- количество произведенной (реализованной) продукции;

- сумма прямых затрат на выпуск (реализацию) отдельных видов продукции (без стоимости материальных затрат);

- сумма материальных затрат (сырья, материалов, полуфабрикатов) на выпуск отдельных видов продукции;

- среднесписочная численность работников, занятых в производстве соответствующих видов продукции;

- число отработанных человеко-часов работниками, занятыми в производстве соответствующих видов продукции;

- сумма основной заработной платы работников, занятых в производстве соответствующих видов продукции;

- количество машино-часов использования оборудования для выпуска отдельных видов продукции;

- размер производственной площади и другие.

Выбор базы распределения должен носить стабильный характер, поскольку он характеризует один из элемен-

тов политики управления операционными затратами на предприятии. Ее пересмотр может быть вызван лишь заменой на такую базу, которая имеет более тесную причинно-следственную связь с распределяемой группой не прямых затрат, т.е. обеспечивает более справедливый принцип их распределения.

Нормативная ставка распределения не прямых затрат представляет собой отношение общей суммы этих затрат к совокупной величине базы их распределения. Эта ставка рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{НСР} = \frac{\Sigma \text{НЗ}}{\Sigma \text{БР}},$$

где НСР — нормативная ставка распределения не прямых затрат, используемая на предприятии;

$\Sigma \text{НЗ}$ — общая сумма не прямых затрат конкретных видов (зарплата работников аппарата управления; общие расходы на содержание и эксплуатацию оборудования и т.п.), подлежащих распределению;

$\Sigma \text{БР}$ — общая величина базы распределения в рассматриваемом периоде (сумма прямой основной заработной платы работников, занятых в производстве продукции; количество машино-часов использования оборудования и т.п.).

Нормативная ставка распределения не прямых затрат действует в процессе лишь одного рассматриваемого периода.

Метод распределения не прямых затрат характеризует механизм и последовательность расчетов в процессе этого распределения. В современной практике наиболее широкое распространение получили следующие методы распределения не прямых затрат:

— метод прямого распределения, в соответствии с которым все не прямые затраты прямо относятся на соответствующие виды продукции, минуя промежуточные формы их распределения;

— метод последовательного распределения, в соответствии с которым это распределение не прямых затрат идет сверху вниз, т.е. начиная с общехозяйственных и заканчивая последним структурным подразделением;

— метод перекрестного (или взаимного) распределения, когда вначале распределение не прямых затрат идет между различными равнозначными подразделениями, оказывающими взаимные производственные и другие услуги, а лишь затем совокупные затраты основного структурного подразделения распределяются по видам продукции.

Выбор конкретных методов распределения не прямых затрат определяется производственной структурой предприятия и широтой номенклатуры выпускаемой им продукции.

7. Определение суммы производственной или полной себестоимости продукции является завершающим этапом процесса ее калькулирования. Алгоритм осуществления этого процесса представлен на рис. 9.6.

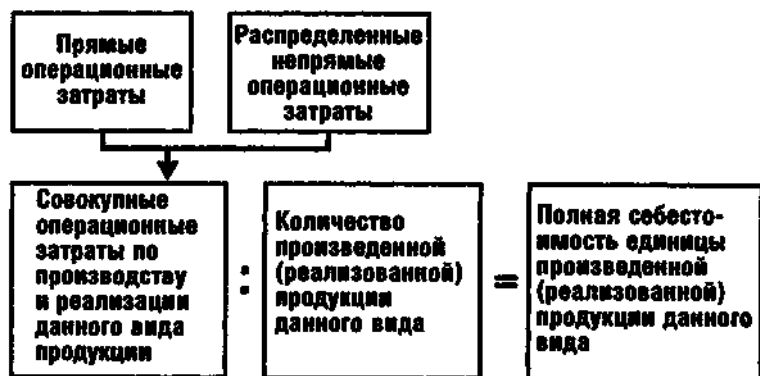


Рисунок 9.6. Алгоритм определения суммы полной себестоимости конкретного вида продукции

Выше были рассмотрены лишь общие подходы к калькулированию себестоимости продукции на предприятии. Вместе с тем конкретное содержание отдельных этапов в значительной степени зависит от применяемых на предприятии систем калькулирования продукции. Основными из систем калькулирования себестоимости продукции, применяемых в настоящее время, являются (рис. 9.7):

1. Позаказная система калькулирования себестоимости продукции заключается в последовательном отражении

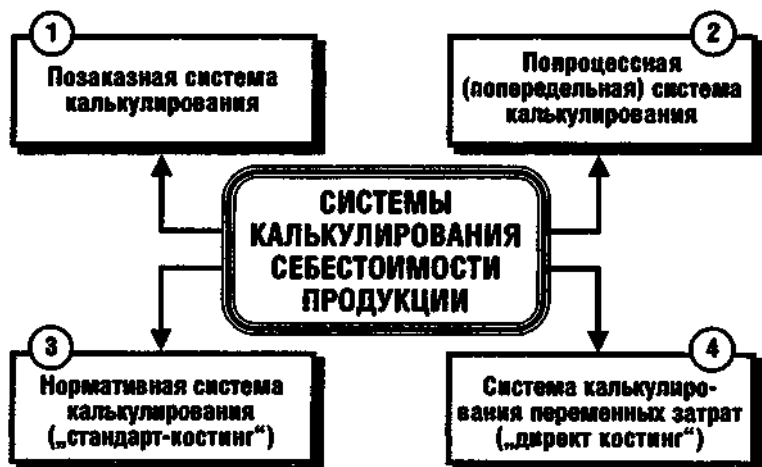


Рисунок 9.7. Основные системы калькулирования себестоимости продукции, используемые на предприятиях

всех видов прямых и косвенных операционных затрат, связанных с выполнением работ (выпуском продукции) по индивидуализированным заказам (контрактам). При этом индивидуальное изделие, выполняемое по заказу, или их партия рассматриваются как самостоятельный единый объект учета и планирования операционных затрат.

На каждый заказ открывается ведомость (карта) аналитического учета операционных затрат, которой присваивается определенный код. В этом документе отражаются: наименование продукции; заказанное количество изделий; требования к качеству и срокам исполнения заказа; производственные структурные подразделения, обеспечивающие выполнение заказа, и другие показатели.

В процессе выполнения заказа операционные затраты отдельных структурных подразделений учитываются в разрезе статей отчетной калькуляции. В ряде случаев ведомость (карта) аналитического учета операционных затрат по заказу может предусматривать их накопление по следующим позициям: а) *прямые материальные затраты* (сырье, материалы, покупные комплектующие изделия и полуфабрикаты; топливо и электроэнергия);

б) *прямые затраты труда производственных рабочих, занятых выполнением заказа* (и соответственно начисленная прямая основная заработная плата); в) *прочие прямые затраты*; г) *непрямые затраты, относимые на заказ*. Отнесение непрямых затрат на заказ осуществляется, как правило, по следующей базе: отработанным человеко-часам; отработанным машино-часам; стоимости заказа по контракту.

Калькулирование себестоимости по заказу осуществляется путем суммирования всех видов затрат по изготовлению индивидуального изделия (или путем деления общей суммы затрат на количество выпущенных изделий, если заказ был оформлен на их партию).

Использование этой системы калькулирования себестоимости продукции требует тщательного и своевременного документирования затрат по всем выполненным работам и осуществления большого объема расчетов, связанных с распределением непрямых видов затрат. Эта система калькулирования себестоимости применяется обычно в мелкосерийном производстве продукции или в индивидуальном ее изготовлении в соответствии с техническими требованиями заказчика (в строительстве, авиационной и судостроительной промышленности, при выпуске нестандартной продукции, осуществлении крупных ремонтных работ и т.п.).

2. Попроцессная (или попередельная) система калькулирования себестоимости заключается в отражении всех видов прямых и непрямых операционных затрат, связанных с выпуском и реализацией продукции, в разрезе отдельных процессов (стадий, фаз, переделов и т.п.). Такая система калькулирования себестоимости характерна для производства качественно однородной продукции с непрерывным или массовым технологическим процессом, где индивидуальные заказы не оказывают специфического воздействия на ход операционной деятельности и удовлетворяются за счет запасов готовой продукции. Различная степень сложности применения этой системы калькулирования продукции определяется количеством производственных процессов, структурно выделенных на предприятии; объемом незавершенного производства и широты номенклатуры продукции, требующей отдельного учета.

Основу этой системы калькулирования составляет учет затрат по каждому процессу в разрезе отдельных статей с разделением учета готовой продукции и незавершенного производства. Процесс калькулирования затрат при использовании этой системы проходит следующие четыре этапа:

а) на первом этапе определяется объем незавершенного производства продукции в так называемых *«эквивалентных единицах»*. Этот объем рассчитывается путем перемножения количества единиц продукции, находящейся в процессе обработки, на степень завершенности их обработки (например, 100 единиц продукции, обработка которых завершена на 30%, будет составлять 30 эквивалентных ее единиц);

б) на втором этапе определяется общее количество продукции, произведенное (реализованное) в рассматриваемом отчетном периоде времени. Этот расчет производится по следующей формуле:

$$\text{ОП} = \text{ЗГП}_\text{н} + \text{ПП} - \text{ЗГП}_\text{к}$$

где ОП — общее количество произведенной продукции в отчетном периоде;

ЗГП_н — запасы незавершенной продукции в эквивалентных единицах на начало периода;

ПП — количество полностью завершенной и переданной далее продукции;

ЗГП_к — запасы незавершенной продукции в эквивалентных единицах на конец периода;

в) на третьем этапе определяется общая сумма прямых и косвенных затрат на производство продукции по всем ее процессам (переделам). Распределение косвенных затрат при этом осуществляется по широкой их базе, рассмотренной ранее;

г) на четвертом этапе рассчитывается удельная себестоимость продукции, т.е. определяется объем совокупных операционных затрат, приходящихся на единицу продукции.

Преимуществом использования данной системы калькулирования себестоимости является ее простота, возможность эффективного управления незавершенным производством и запасами готовой продукции, группировка затрат на производство и реализацию продукции в разрезе центров ответственности. В то же время основ-

ным недостатком этой системы калькулирования является чрезмерное усреднение себестоимости продукции, не учитывающее сезонные особенности ее производства, различия в потерях материальных ресурсов и времени работников на отдельных этапах операционной деятельности, различия в затратах по хранению запасов и т.п.

Попроцессная (попередельная) система калькулирования продукции широко используется на предприятиях угольной, нефтяной, химической, фармацевтической, текстильной, обувной, пищевой и других аналогичных по организации технологических процессов отраслей экономики.

3. Нормативная система калькулирования себестоимости продукции (или система "стандарт-костинг") заключается в ее осуществлении на основе разработанных норм и нормативов затрат. При этом фактические операционные затраты различных видов сопоставляются с нормативными с целью выявления и отражения в учете размеров отклонений (эту систему поэтому часто называют *"управление затратами по отклонениям"*).

Нормативная система калькулирования себестоимости продукции осуществляется по следующим основным этапам:

а) разработка системы норм и нормативов затрат материальных ресурсов, живого труда, отдельных видов других прямых и косвенных расходов. Эти нормативы разрабатываются на единицу производимой продукции, на отдельные виды работ и т.п. Нормативы строятся в разрезе отдельных статей учетной калькуляции;

б) текущий учет операционных затрат в разрезе разработанных норм с одновременным определением размера отклонений от этих норм;

в) текущий учет изменения значений норм и нормативов, используемых предприятием в процессе осуществления операционной деятельности;

г) определение фактической себестоимости произведенной (реализованной) продукции. Этот расчет осуществляется по следующей формуле:

$$\text{ССП} = \text{НЗ} \pm \Sigma \text{ОФЗ} \pm \Sigma \text{ИН},$$

где ССП — фактическая себестоимость единицы произведенной (реализованной) продукции в отчетном периоде;

- НЗ** — суммарная нормативная себестоимость единицы продукции, установленная на предприятии;
- ΣОФЗ** — суммарное отклонение (экономия или перерасход) фактических затрат на производство (реализацию) единицы продукции от нормативов в отчетном периоде;
- ΣИН** — суммарное изменение (увеличение или сокращение) размера норм, определяющих нормативную себестоимость продукции, в отчетном периоде.

Преимуществом использования данной системы калькулирования себестоимости продукции является внедрение в операционную деятельность предприятия прогрессивных норм и нормативов затрат; высокая связь этих нормативов с разработанной ценовой политикой предприятия; повышение эффективности контроля управления затратами; получение более точных результатов калькулирования. Вместе с тем, она имеет и определенные недостатки, основными из которых являются: сложность учета обширной системы затрат; необходимость постоянного управления системой норм и нормативов; нетипичность отдельных отчетных периодов с позиций осуществления затрат, не учитываемая системой их нормативов.

Нормативная система калькулирования себестоимости продукции может использоваться как самостоятельная, так и дополняющая систему позаказного или попроцессного ее калькулирования. Ее можно использовать на предприятиях с массовым постоянным технологическим процессом производства и реализации продукции, имеющей стабильный сбыт и использующей однородные виды сырья, материалов, полуфабрикатов — в машиностроении, нефтехимической, текстильной, швейной, пищевой и других отраслях экономики.

4. Система калькулирования переменных затрат (*«директ-костинг»*) заключается в том, что калькулируется не полная себестоимость производства и реализации продукции, а только удельные переменные операционные затраты (их основу составляют прямые виды операционных затрат). Основная цель внедрения этой системы калькулирования — обеспечить контроль за формиро-

ванием маржинальной прибыли предприятия в разрезе конкретных видов продукции.

При этой системе калькулирования затрат маржинальная прибыль по конкретным видам продукции рассчитывается по следующей формуле:

$$МП_{\Pi} = Ц - И_{\text{пер}},$$

где $МП_{\Pi}$ — сумма маржинальной операционной прибыли по конкретным видам продукции;

$Ц$ — цена реализации единицы произведенной продукции;

$И_{\text{пер}}$ — сумма переменных (прямых) операционных затрат, отнесенных на конкретные виды продукции.

Преимуществами использования данной системы калькулирования себестоимости продукции являются ее простота; минимум осуществления расчетных операций, связанных с распределением не прямых затрат; высокая надежность полученных результатов, так как при этой системе в основном исключены погрешности отнесения не прямых затрат на отдельные виды продукции в процессе их распределения; возможность целенаправленного управления как переменными затратами, так и маржинальной операционной прибылью. Однако ее недостатком является неполное отражение всей совокупности затрат, связанных с производством и реализацией отдельных видов продукции. Эта система только начинает внедряться в практику калькулирования затрат на наших предприятиях, хотя в странах с развитой рыночной экономикой она используется уже давно.

9.4. ПЛАНИРОВАНИЕ ОПЕРАЦИОННЫХ ЗАТРАТ

Основу управления операционными затратами денежных средств на предприятии составляет их планирование. *Основной целью* планирования операционных затрат является установление экономически обоснованной суммы и состава текущих расходов предприятия в плановом периоде в разрезе каждого вида выпускаемой продукции, отдельных центров ответственности и по операционной деятельности в целом. Планирование опе-

рационных затрат является неотъемлемой частью общей системы планирования операционной деятельности предприятия.

Основной формой планирования операционных затрат предприятия является их бюджетирование. Разработка плановых бюджетов осуществляется по предприятию в целом (основные результаты расчета этого бюджета включаются в состав плана доходов и расходов по операционной деятельности и других текущих планов предприятия), в разрезе всех типов его центров ответственности, а также по отдельным видам выпускаемой продукции (в форме плановой или нормативной их калькуляции).

Планирование операционных затрат предприятия осуществляется по следующим основным этапам (рис. 9.7):

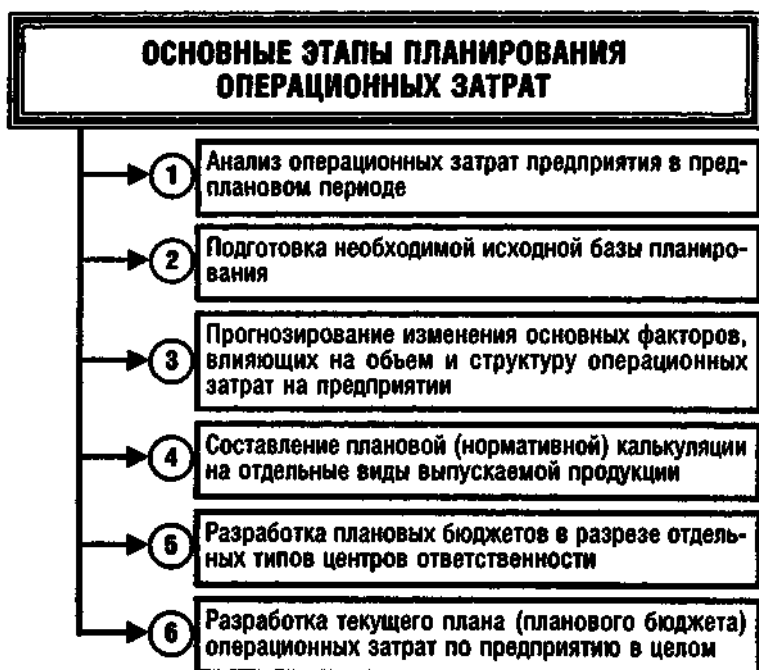


Рисунок 9.7. Содержание и последовательность процесса планирования операционных затрат на предприятии

1. Анализ операционных затрат предприятия в предплановом периоде. Основными задачами проведения этого анализа является выявление основных тенденций изменения суммы и уровня операционных затрат предприятия в предплановом периоде, установление размеров отклонения фактических их показателей от плановых (нормативных), выяснение основных причин, вызвавших эти отклонения. Особое внимание в процессе анализа обращается на выявление причин возникновения излишних расходов, не обусловленных нормальной организацией операционной деятельности: сверхнормативных расходов материальных ресурсов — сырья, материалов, полуфабрикатов, топлива, электроэнергии и других их видов; сверхнормативных расходов на оплату труда в форме оплаты за сверхнормативные работы и работы, не связанные с операционной деятельностью предприятия; сверхнормативные транспортные расходы, вызванные несовершенной структурой поставщиков и покупателей продукции, несовершенными условиями ее поставки; сверхнормативные затраты средств, связанные с нарушениями технологической и трудовой дисциплины, формированием излишних запасов сырья, материалов и готовой продукции, простоем машин и оборудования.

На первой стадии анализа рассматривается динамика общей суммы и уровня операционных затрат в предплановом периоде, определяются темпы изменения этих показателей, рассчитываются показатели абсолютной и относительной экономии операционных затрат или их перерасхода по отношению к предшествующему периоду или ранее установленному плановому их бюджету (текущему плану). Абсолютное отклонение операционных затрат представляет собой разницу между фактической и плановой (нормативной) их суммой. Относительное отклонение (экономия или перерасход) операционных затрат рассчитывается по следующим формулам:

$$\begin{aligned}\mathcal{E}_{\text{оз}} &= \frac{\text{ОР}_{\text{ф}} \times (\text{КИ}_{\text{п}} - \text{КИ}_{\text{ф}})}{100}; \\ \Pi_{\text{оз}} &= \frac{\text{ОР}_{\text{ф}} \times (\text{КИ}_{\text{ф}} - \text{КИ}_{\text{п}})}{100},\end{aligned}$$

где $\mathcal{E}_{\text{оз}}$ — сумма относительной экономии операционных затрат на предприятии (если фактический

коэффициент издержкостности операционной деятельности ниже планового);

$\Pi_{\text{оз}}$ — сумма относительного перерасхода операционных затрат на предприятии (если фактический коэффициент издержкостности операционной деятельности выше планового);

$\text{ОР}_{\text{ф}}$ — фактический объем реализации продукции в рассматриваемом периоде;

$\text{КИ}_{\text{п}}$ — плановый коэффициент (уровень) издержкостности в отчетном периоде;

$\text{КИ}_{\text{ф}}$ — фактический коэффициент (уровень) издержкостности в отчетном периоде.

На второй стадии анализа рассматриваются аналогичные показатели, характеризующие динамику отдельных статей операционных затрат по предприятию в целом (в разрезе учетной номенклатуры их видов). Этот анализ дополняется рассмотрением показателей динамики удельного веса отдельных статей операционных затрат в общей их сумме.

На третьей стадии анализа рассматривается фактическое выполнение установленных бюджетов в разрезе отдельных центров ответственности предприятия. В процессе анализа определяются размеры абсолютного и относительного отклонения операционных затрат от запланированных (нормативных) показателей (при этом в плановые показатели по гибким бюджетам вносятся соответствующие коррективы, вызванные изменением объема деятельности соответствующего структурного подразделения).

На четвертой стадии анализа рассматривается уровень выполнения отдельных показателей плановой (нормативной) калькуляции в разрезе видов продукции. Результаты этого анализа служат предпосылкой корректировки системы норм и нормативов, производственной программы (по номенклатуре продукции) и ценовой политики предприятия на предстоящий период с учетом изменившихся условий осуществления операционной деятельности.

На пятой стадии анализа определяется влияние отдельных факторов, вызвавших изменение суммы и уровня издержкостности на предприятии. Такой анализ проводится по предприятию в целом и в разрезе отдельных центров ответственности.

2. Подготовка необходимой исходной базы планирования. Основными исходными данными, необходимыми для проведения плановых расчетов операционных затрат, являются:

- план реализации товарной продукции в разрезе отдельных ее видов в стоимостных и натуральных показателях;

- план производства валовой и товарной продукции в разрезе отдельных ее видов в натуральных и стоимостных показателях;

- план материально-технического обеспечения производства и реализации продукции;

- нормы и нормативы затрат труда, материальных ресурсов и другая нормативная база, используемая в управлении операционными затратами;

- планы организационно-технических мероприятий, направленных на экономию операционных затрат предприятия в плановом периоде;

- результаты анализа операционных затрат предприятия в предплановом периоде.

3. Прогнозирование изменения основных факторов, влияющих на объем и структуру операционных затрат на предприятии. К числу основных факторов, требующих учета в процессе планирования операционных затрат, относятся:

- изменение объема производства и реализации продукции. Это один из важнейших факторов, позволяющих воздействовать на формирование суммы и уровня операционных затрат;

- изменение состава производимой и реализуемой продукции (ее номенклатуры и ассортимента);

- изменение технических условий осуществления операционной деятельности (уровня фондо- и механо-вооруженности в разрезе видов работ и производимой продукции);

- изменение амортизационной политики предприятия (использование в плановом периоде метода ускоренной амортизации активной части производственных основных фондов);

- намеченное изменение ставок налоговых платежей, относимых на издержки (себестоимость);

— изменение уровня цен и условий поставки сырья, материалов и других материальных ресурсов по контрактам, заключенным на плановый период;

— изменение условий оплаты труда в соответствии с коллективным трудовым договором и индивидуальными трудовыми контрактами, заключенными на плановый период;

— другие факторы, оказывающие ощутимое влияние на сумму и уровень операционных затрат на предприятии с учетом специфики осуществления его операционной деятельности.

4. Составление плановой (нормативной) калькуляции на отдельные виды выпускаемой продукции. Расчеты, связанные с разработкой плановой (нормативной) калькуляции, осуществляются в разрезе отдельных статей учетной номенклатуры операционных затрат. Обычно плановая (нормативная) калькуляция по видам продукции разрабатывается на предстоящий год с дифференциацией показателей по отдельным сезонным периодам или кварталам. В процессе составления плановой (нормативной) калькуляции определяются системы калькулирования продукции (позаказная, попроцессная, нормативная и т.п.) и размеры прямых и не прямых операционных затрат на производство и реализацию отдельных ее видов (при необходимости уточняется база распределения не прямых затрат).

Для увязки с ценовой политикой предприятия, комплексного управления различными видами операционной прибыли, в плановой калькуляции наряду с общей суммой и структурой удельных операционных затрат приводятся показатели проектируемой на плановый период оптовой (отпускной) цены на соответствующий вид продукции; ставки и суммы налога на добавленную стоимость, акцизного сбора и других налоговых платежей, входящих в цену продукции; сумма и уровень маржинальной и валовой операционной прибыли; ставка и сумма налога на прибыль и других обязательных платежей, осуществляемых за счет валовой операционной прибыли; сумма и уровень чистой операционной прибыли предприятия.

Перечень калькуляционных единиц продукции предприятие устанавливает самостоятельно с учетом особенностей своей операционной деятельности.

5. Разработка плановых бюджетов в разрезе отдельных типов центров ответственности. Основой разработки таких бюджетов являются:

— проектируемая на предстоящий период система центров ответственности (их типов и количества) с учетом организационной структуры предприятия и технологических особенностей осуществления операционной деятельности;

— проектируемые объемные показатели деятельности отдельных центров ответственности (объема выпуска отдельных видов продукции; объема реализации отдельных видов продукции; объема производства полуфабрикатов; объема отдельных видов работ и т.п.);

— плановая (нормативная) калькуляция на отдельные виды выпускаемой продукции.

Плановые бюджеты в разрезе отдельных центров ответственности разрабатываются на период до одного года в разрезе видов продукции и статей затрат учетной их номенклатуры.

6. Разработка текущего плана (планового бюджета) операционных затрат по предприятию в целом. Этот этап завершает процесс планирования операционных затрат на предприятии. Основное внимание на этом этапе планирования должно быть уделено обеспечению сбалансированности показателей плановой (нормативной) калькуляции на отдельные виды продукции и плановых бюджетов в разрезе отдельных типов центров ответственности как по общей сумме, так и по каждой статье операционных затрат.

Результаты плановых расчетов суммы и состава операционных затрат по предприятию в целом дополняются расчетами коэффициентов издержкоемкости, издержкоотдачи и рентабельности, а также группировкой отдельных операционных затрат в разрезе постоянных и переменных их видов для обеспечения использования системы “взаимосвязь издержек, объема реализации и прибыли” и механизма операционного левериджа в процессе последующего планирования прибыли.

Основные планируемые показатели суммы и состава операционных затрат включаются в разрабатываемый текущий план доходов и расходов по операционной деятельности и другие виды текущих и оперативных планов предприятия.

Глава 10.

УПРАВЛЕНИЕ НАЛОГОВЫМИ ПЛАТЕЖАМИ

10.1. СИСТЕМА НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ

В формировании операционных денежных потоков существенную роль играют налоговые платежи.

В условиях перехода к рыночной экономике существенно изменился механизм воздействия государства на хозяйственную деятельность предприятия — вместо директивных государство перешло к разнообразным экономическим формам этого воздействия. При этом одной из главных форм экономического регулирования хозяйственной деятельности предприятия (в том числе и его операционной деятельности) является разработанная государством налоговая система (или система налогообложения предприятий).

Система налогообложения представляет собой совокупность налогов, сборов и других обязательных платежей в бюджеты разных уровней и взносов в государственные целевые фонды, которые уплачиваются в установленном порядке.

В управлении операционными чистыми потоками предприятия налоговые платежи играют важную роль, определяя не только размеры этих потоков, но и способы достижения главной цели управления ими — обеспечение повышения уровня благосостояния собственников в текущем и перспективном периоде. Поэтому знание основ построения системы налогообложения, основных видов налоговых платежей и объектов налогообложения позволяет формировать эффективную налоговую политику предприятия, оптимизировать потоки налоговых платежей, повышая тем самым общую эффективность операционной деятельности.

В экономике государства система налогообложения выполняет ряд функций.

Первая и основная функция этой системы состоит в том, что она является источником средств для формирования доходной части государственного бюджета и других целевых фондов государства. Имея эти средства государство располагает возможностью осуществлять необходимую экономическую политику, обеспечивая реструктуризацию отраслей, конверсию и другие направления.

Вторая функция системы налогообложения состоит в том, что она является способом поддержки и развития рыночной конкуренции. Главный принцип, положенный в основу построения системы налогообложения, состоит в обеспечении справедливости налогообложения отдельных хозяйствующих субъектов с помощью дифференциации уровней ставок налогообложения в зависимости от размера предприятий и других условий, обеспечивающих эффективность их деятельности на рынке. К сожалению можно констатировать, что пока этот принцип реализован в нашей стране далеко не в полной мере.

Третья функция системы налогообложения в рыночной экономике заключается в обеспечении социальной защиты тех категорий населения, которые в ней нуждаются. От уровня собираемости налогов во многом зависит выполнение государством намеченных социальных программ.

С учетом этих принципов строится система налогообложения предприятий, дифференцируются группы конкретных налоговых платежей.

Так, в соответствии с порядком установления налоговых ставок и использования средств налоги и другие обязательные платежи разделяются на две группы — 1) общегосударственные; 2) местные.

Общегосударственные налоги и другие обязательные платежи включают следующие основные их виды:

- налог на добавленную стоимость;
- акцизный сбор;
- налог на прибыль;
- таможенные пошлины;
- таможенные сборы;
- налог на имущество;
- плату за землю;
- взносы в фонд социального страхования;
- взносы в пенсионный фонд;

- взносы в фонд медицинского страхования;
- другие налоги и взносы.

Общегосударственные налоги и другие обязательные платежи устанавливаются законодательными актами и уплачиваются субъектами хозяйственной деятельности на территории всей страны.

Местные налоги и сборы включают следующие основные их виды:

- налог на рекламу;
- рыночный сбор;
- коммунальный налог;
- сбор за выдачу разрешения на размещение объектов торговли;
- другие их виды.

Местные налоги, сборы и другие обязательные платежи устанавливаются органами местного самоуправления в соответствии с их перечнем и в рамках установленных законодательством предельных их ставок. Суммы местных налогов направляются на формирование доходной части бюджетов местного самоуправления по месту нахождения плательщика налогов.

По источникам уплаты налоги, сборы и другие налоговые платежи делятся на три группы: 1) налоги и сборы, включаемые в цену товаров (работ, услуг); 2) налоги, сборы и другие обязательные платежи, относимые на себестоимость (издержки) продукции; 3) налоги и другие обязательные платежи, уплачиваемые за счет прибыли предприятия. Учитывая, что эта группировка налоговых платежей играет определяющую роль в механизме формирования операционной прибыли предприятия и особенностях управления ею, рассмотрим ее более детально.

В группе налоговых платежей, включаемых в цену продукции, главное место занимают:

а) налог на добавленную стоимость. Он является частью вновь созданной предприятием стоимости продукции в процессе ее реализации покупателям. Базой его исчисления является объем реализации продукции предприятия — товаров, работ, услуг (за отдельным изъятием этих сумм).

б) акцизный сбор. Он является непрямым налогом на высокорентабельные и монопольные товары, который

включается в состав их цены. Промышленные предприятия уплачивают этот налог при производстве подакцизных товаров, а торговые предприятия — при их импорте. Перечень товаров, на которые устанавливается акцизный сбор, и его ставки подлежат законодательному утверждению;

в) таможенные пошлины. Товары, ввозимые на территорию страны подлежат обложению по единым таможенным тарифам, дифференцированным по видам товаров, группам стран и т.п. Эти ставки являются одинаковыми для всех субъектов внешнеэкономической деятельности.

В группе налогов, сборов и других налоговых платежей, относимых на себестоимость (издержки) продукции, основное место занимают следующие их виды:

а) отчисления на обязательное социальное страхование;

б) отчисления на обязательное пенсионное страхование;

в) отчисления на обязательное медицинское страхование;

г) отчисления в фонд содействия занятости населения;

д) налог на рекламу.

Так как эти налоги и сборы в составе себестоимости входят в цену продукции, они также возмещаются предприятию в процессе ее реализации.

В группе налогов и других обязательных платежей, уплачиваемых за счет прибыли, главное место принадлежит налогу на прибыль. Ряд более мелких налоговых платежей не оказывают столь весомого влияния на разницу между валовой и чистой операционной прибылью.

Как плательщики налогов, предприятия имеют определенные обязательства и права. Так, они обязаны:

— вести бухгалтерский учет, составлять отчетность о финансово-хозяйственной деятельности и обеспечивать ее сохранность в течение установленного государством срока;

— подавать в государственные налоговые инспекции и другие установленные законодательством государственные органы бухгалтерскую отчетность и другие документы и сведения, связанные с начислением и уплатой налогов и других обязательных платежей;

— уплачивать необходимые суммы налогов и других обязательных платежей в установленные государством сроки;

— допускать работников налоговых инспекций в обследуемые помещения, используемые для получения доходов или связанные с объектом налогообложения, а также для проверок по вопросам начисления и уплаты налогов и других обязательных платежей.

В то же время предприятия имеют право:

— подавать государственным налоговым инспекциям документы, подтверждающие право на льготы по налогообложению;

— знакомиться и получать акты проверок, проведенных государственными налоговыми инспекциями;

— опротестовывать в установленном законом порядке решения государственных налоговых инспекций и действия их служебных лиц.

За уклонение от уплаты налогов предусмотрены различные формы гражданской и уголовной ответственности.

10.2. ФОРМИРОВАНИЕ НАЛОГОВОЙ ПОЛИТИКИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Объем формирования чистой операционной прибыли и чистого денежного потока предприятия в значительной степени зависит от суммы его налоговых платежей. За счет какого бы источника и на каком бы этапе операционной деятельности предприятия они не осуществлялись, в конечном счете эти платежи уменьшают размер прибыли и чистого денежного потока, остающихся в его распоряжении. Поэтому каждым предприятием должны активно использоваться законные возможности минимизации налоговых платежей с тем, чтобы обеспечить увеличение размера чистой операционной прибыли, а соответственно и финансовых ресурсов для увеличения темпов развития своей операционной деятельности.

Проблема минимизации налоговых платежей с целью увеличения размера операционной прибыли и чистого денежного потока, остающихся в распоряжении предприятия, в значительной степени решается путем

формирования эффективной налоговой политики. Налоговая политика представляет собой составную часть общей политики управления прибылью и чистым денежным потоком предприятия, заключающуюся в выборе наиболее эффективного варианта уплаты налогов при альтернативных направлениях операционной деятельности и связанных с ней хозяйственных операций. В отдельных случаях разработанная предприятием налоговая политика сама может быть критерием корректировки отдельных направлений операционной деятельности предприятия.

Формирование эффективной налоговой политики предприятия базируется на следующих основных принципах:

1. *Строгое соблюдение действующего налогового законодательства.* Реализация этого принципа обуславливает исключение возможностей уклонения от налогов, которые должны быть уплачены в соответствии с реальными финансовыми результатами операционной деятельности предприятия. Ни одна из противозаконных форм уклонения от уплаты налогов (сокрытие реальных доходов или прибыли, подтасовка бухгалтерской отчетности, задержка налоговых платежей и т.п.) не может быть использована предприятием, которое заботится о своей деловой репутации.

2. *Соотнесение задачи минимизации налоговых платежей с целями общей политики управления чистым денежным потоком предприятия.* Реализация этого принципа означает, что минимизация суммы налоговых платежей не является самоцелью — такая минимизация легко могла бы быть обеспечена за счет сокращения объема операционной деятельности. Поэтому минимизация налоговых платежей всегда должна быть направлена на рост суммы чистого денежного потока предприятия, т.е. соотноситься с целями его формирования.

3. *Поиск и использование наиболее эффективных хозяйственных решений, обеспечивающих минимизацию базы налогообложения в процессе операционной деятельности.* Это предопределяет целенаправленное воздействие на различные элементы базы налогообложения в разрезе источников уплаты отдельных налогов, широкое использование установленной системы прямых и непрямых налоговых льгот.

4. Оперативный учет изменений в действующей налоговой системе. Разработанная предприятием налоговая политика, а в отдельных случаях и виды хозяйственных операций, связанных с осуществлением операционной деятельности, должны оперативно корректироваться с учетом появления новых видов налогов, изменения ставок налогообложения, отмены или предоставления налоговых льгот и т.п.

5. Плановое определение сумм предстоящих налоговых платежей. В основу такого планирования должны быть положены целевая сумма операционной прибыли предприятия, планируемые объемы операционных доходов и затрат и другие показатели развития операционной деятельности предприятия в предстоящем периоде.

Разработка эффективной налоговой политики предприятия требует высокой квалификации исполнителей и комплексного участия различных служб предприятия — плановой, финансовой, учетной, юридической и т.п.

Процесс формирования налоговой политики предприятия осуществляется по следующим основным этапам (рис. 10.1).

1. Выявление направлений операционной деятельности предприятия, позволяющих минимизировать налоговые платежи за счет разных ставок налогообложения. Государственная система налогообложения предусматривает установление различных ставок налогов по отдельным направлениям операционной деятельности, связанным с ней хозяйственными операциям, видам производимой продукции и т.п.

Формируя направления и объемы своей операционной деятельности, номенклатуру и ассортимент выпускаемой продукции, предприятие может уже на этом этапе создать необходимые предпосылки для минимизации предстоящих налоговых платежей.

2. Выявление возможностей уменьшения базы налогообложения операционной деятельности предприятия за счет использования прямых налоговых льгот. Эти льготы предоставляются обычно в следующих основных формах: а) уменьшение размера ставок налогообложения (прямое или в процентах к средней ставке); б) предоставление налогового кредита (отсрочки уплаты начислен-

ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ФОРМИРОВАНИЯ НАЛОГОВОЙ ПОЛИТИКИ ПРЕДПРИЯТИЯ

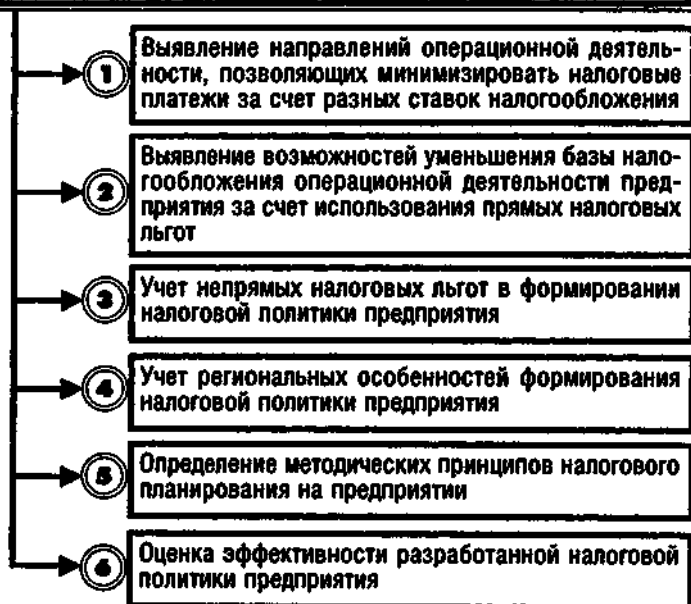


Рисунок 10.1. Содержание и последовательность процесса формирования налоговой политики предприятия

ных налоговых платежей); в) полное освобождение от уплаты налогов.

При использовании предприятием прямых налоговых льгот следует учесть, что все они носят целевой характер. В соответствии с целью их предоставления и использования в процессе формирования налоговой политики предприятия все прямые налоговые льготы рекомендуется подразделять на три группы:

а) *налоговые льготы, предоставляемые отдельным категориям предприятий.* К их составу относятся льготы, предоставляемые малым предприятиям; предприятиям общественных организаций инвалидов; совместным предприятиям с иностранными инвестициями и т.п.;

б) налоговые льготы, предоставляемые по отдельным видам хозяйственных операций, связанных с операционной деятельностью предприятий. К таким льготам можно отнести необлагаемую налогом сумму амортизационных отчислений, начисленную в составе операционных затрат; необлагаемую налогом сумму доходов, накапливаемую на пенсионных счетах при дополнительном пенсионном обеспечении работников (в рамках установленных норм) и т.п.;

в) налоговые льготы, предоставляемые при реализации отдельных видов продукции льготным категориям покупателей или в порядке осуществления внешнеэкономической деятельности. Это относится к льготному налогообложению добавленной стоимости, к ставкам таможенных пошлин и т.п.

В соответствии с такой группировкой предприятие может на альтернативной основе формировать свою налоговую политику, соответствующим образом диверсифицируя организационные формы своих дочерних фирм, виды хозяйственных операций, ассортимент реализуемой продукции.

3. Учет не прямых налоговых льгот в формировании налоговой политики предприятия. Состав не прямых налоговых льгот определяется возможностями уменьшения базы налогообложения при неизменных его ставках. Примером направленности таких действий является использование метода ускоренной амортизации активной части производственных основных фондов (сокращающее налоговую базу по прибыли); замена живого труда машинами и механизмами (сокращающая налоговую базу уплаты отчислений от фонда оплаты труда) и т.п.

4. Учет региональных особенностей формирования налоговой политики предприятия. В процессе региональной диверсификации операционной деятельности предприятий возникают возможности использования налоговых преимуществ, действующих на отдельных территориях. При формировании налоговой политики предприятия выделяют, как правило, три группы региональных образований с различной системой налогообложения:

а) специальные (свободные) экономические зоны своей страны. В границах этих зон законодательно устанавли-

ливается и действует специальный более льготный налоговый режим;

б) *сопредельные страны с более льготной налоговой системой*. Такие страны могут быть объектом региональной диверсификации операционной деятельности предприятий, в первую очередь, размещенных в приграничных областях;

в) *оффшорные территории (зоны)*. Как правило, для этого выбирают территории с очень низким уровнем налогообложения операционной деятельности данного вида (а иногда безналоговые зоны). Выбор конкретной оффшорной территории зависит от целей и направленности хозяйственной деятельности предприятия, налогового режима, развитости коммерческой и финансовой инфраструктуры, наличия межгосударственного соглашения об устранении двойного налогообложения, стоимости инкорпорирования и ряда других условий. Привлекательность открытия оффшорных предприятий (оффшорных дочерних фирм) заключается не только в возможностях легального уменьшения налоговых платежей, но и в других возможностях — обеспечении визовой поддержки государства — регистрации, открытия за рубежом валютного счета и т.п.

5. Определение методических принципов налогового планирования на предприятии. Для эффективной реализации налоговой политики, оценки альтернативных ее вариантов предприятие должно использовать корректные методы налогового планирования, связанные с особенностями налогообложения конкретной операционной деятельности. Такая методическая база должна быть создана в процессе формирования налоговой политики (ее содержание подробно рассматривается в следующем разделе).

6. Оценка эффективности разработанной налоговой политики предприятия. Такая оценка осуществляется в процессе сравнения альтернативных ее вариантов с помощью системы соответствующих показателей. Основными из этих оценочных показателей являются:

а) *коэффициент эффективности налогообложения*. Он позволяет получить наиболее обобщенную характеристику избранной налоговой политики предприятия, показывая как соотносятся между собой показатели чис-

той операционной прибыли и общей суммы налоговых платежей. Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$\mathcal{E}_n = \frac{\text{ЧП}_o}{\text{ОН}_o},$$

где $\mathcal{E}_n$ — коэффициент эффективности налогообложения операционной деятельности предприятия;

ЧП_o — планируемая сумма чистой операционной прибыли предприятия;

ОН_o — общая сумма плановых налоговых платежей;

б) *коэффициент налоговой емкости реализации продукции.* Этот показатель позволяет определить общую сумму налоговых платежей, приходящихся на единицу объема реализованной продукции. Расчет этого показателя осуществляется по формуле:

$$\text{КНЕ}_p = \frac{\text{ОН}_o}{\text{ОР}_n},$$

где КНЕ_p — коэффициент налоговой емкости реализации продукции предприятия;

ОН_o — общая сумма плановых налоговых платежей;

ОР_n — общий объем реализации продукции предприятием в плановом периоде;

в) *коэффициент налоговой емкости операционных доходов.* Этот показатель позволяет судить об уровне налогообложения операционных доходов предприятия соответствующими видами налогов и сборов, входящими в цену продукции. Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$\text{КН}_{од} = \frac{\text{Н}_ц}{\text{ОР}_o},$$

где $\text{КН}_{од}$ — коэффициент налоговой емкости операционных доходов;

$\text{Н}_ц$ — общая сумма плановых налоговых платежей, входящих в цену продукции (сумма налога на добавленную стоимость, акцизного сбора и др.);

ОР_o — общий объем реализации продукции предприятием в плановом периоде. В торговле в этих целях можно использовать планируемую сумму реализованных торговых надбавок;

г) *коэффициент налогообложения операционных затрат*. Этот показатель характеризует уровень налогов, относимых на себестоимость (издержки), к планируемой общей сумме этой себестоимости (издержек). Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$КН_{оз} = \frac{Н_c}{И_o},$$

где $КН_{оз}$ — коэффициент налогообложения операционных затрат;

$Н_c$ — общая сумма плановых налоговых платежей, относимых на себестоимость (издержки) продукции;

$И_o$ — общая сумма плановых операционных затрат (издержек) предприятия.

д) *коэффициент налогообложения операционной прибыли*. Этот показатель характеризует уровень налогов, уплачиваемых за счет валовой операционной прибыли предприятия. Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$КН_{оп} = \frac{Н_n}{ВП_o},$$

где $КН_{оп}$ — коэффициент налогообложения операционной прибыли;

$Н_n$ — общая сумма плановых налоговых платежей, осуществляемых за счет валовой операционной прибыли;

$ВП_o$ — общая сумма плановой валовой операционной прибыли предприятия;

е) *коэффициент льготного налогообложения операционной деятельности*. Этот показатель позволяет определить, насколько эффективно предприятие использует предоставленные законодательством льготы по налогам, связанным с его операционной деятельностью (этот коэффициент позволяет судить и об эффективности использования льгот по отдельным видам налогов). Принципиальная формула расчета этого показателя имеет следующий вид:

$$К_{лн} = \frac{\Sigma НЛ_o}{\Sigma НЛ_o + ОН_o},$$

где $К_{лн}$ — коэффициент льготного налогообложения операционной деятельности;

$\Sigma \text{НЛ}_0$ — общая сумма налоговых льгот, используемых предприятием в процессе осуществления операционной деятельности;

ОН_0 — общая сумма плановых налоговых платежей.

С помощью вышеприведенной системы показателей оцениваются альтернативные варианты разработанной налоговой политики предприятия, сравнение которых позволяет избрать для реализации наиболее эффективный ее вариант.

10.3. НАЛОГОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ

10.3. Планирование налоговых платежей является важнейшей составной частью системы планирования операционной деятельности предприятия и формирования его налоговой политики на предстоящий период. Разработка методических принципов такого планирования является одним из важных этапов разработки налоговой политики предприятия. Основные этапы процесса налогового планирования на предприятии приведены на рис. 10.2.

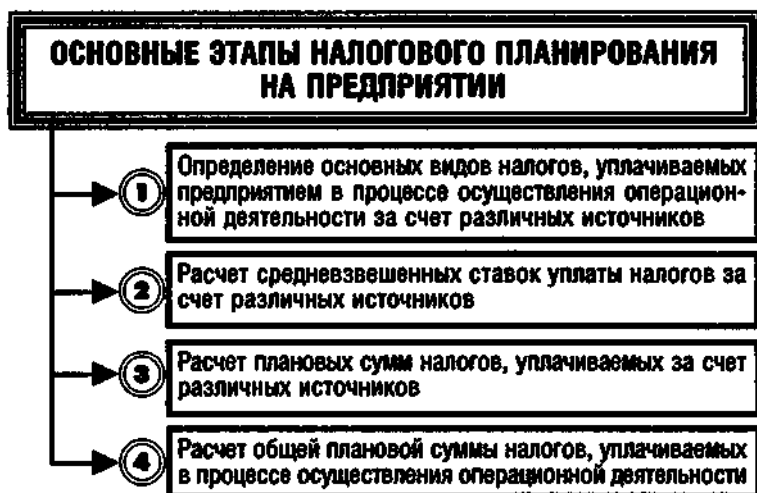


Рисунок 10.2. Содержание и последовательность процесса налогового планирования на предприятии

1. Определение основных видов налогов, уплачиваемых предприятием в процессе осуществления операционной деятельности за счет различных источников, основывается на анализе состава налоговых платежей в предплановом периоде. Основной целью этого этапа планирования является установление удельного веса основных видов налоговых платежей в общей сумме их выплат за счет отдельных источников. Форма для проведения такого расчета приведена в табл. 10.1.

По результатам группировки определяются основные виды налогов каждой группы, включаемые в плановый их расчет (остальные менее существенные налоговые платежи объединяются в группу прочих по каждому из рассматриваемых источников).

2. Расчет средневзвешенных ставок уплаты налогов за счет различных источников. Средневзвешенные ставки налоговых платежей определяются в разрезе каждого из трех источников их уплаты. Для их расчета используются планируемые показатели операционных валовых доходов и суммы налоговых платежей, исчисленные на плановый период по соответствующей базе налогообложения (подакцизным товарам, фонду оплаты труда и т.п.). Такой расчет ведется лишь по основным видам налогов. Принципиальная формула, по которой ведется расчет средневзвешенных ставок налогообложения операционных доходов, затрат и прибыли имеет следующий вид:

$$CCN = \frac{N_1 + N_2 + \dots + N_n}{IN_n} \times 100,$$

где CCN — средневзвешенная ставка налогообложения соответственно операционных доходов, операционных затрат и операционной прибыли в плановом периоде (по основным видам налогов), %;

$N_1 - N_n$ — суммы основных налоговых выплат за счет соответствующего источника, рассчитанные по плановым показателям установленной базы налогообложения;

IN_n — плановая сумма соответствующего источника уплаты налогов (соответственно операционных доходов, операционных затрат, операционной прибыли).

Таблица 10.1.

Форма группировки налоговых платежей предприятий, уплачиваемых
за счет различных источников в процессе осуществления операционной деятельности

Наименование налогов, сборов и других обязательных платежей	Источники уплаты налогов					
	Операционный доход		Операционные затраты		Операционная прибыль	
	Сумма	Удельный вес в итоге	Сумма	Удельный вес в итоге	Сумма	Удельный вес в итоге
1. Налог на добавленную стоимость	X	X	-	-	-	-
2. Налог на прибыль	-	-	-	-	X	X
3. Акцизный сбор	X	X	-	-	-	-
4. Отчисления на обязатель- ное социальное страхо- вание	-	-	X	X	-	-
5. Отчисления на обязатель- ное пенсионное страхова- ние и т.п.	-	-	X	X	-	-
Итого по источнику уплаты налогов		100%		100%		100%

3. Расчет плановых сумм налогов, уплачиваемых за счет различных источников, осуществляется в разрезе каждого из этих источников. Этот расчет осуществляется по следующим формулам:

$$H_{\text{ц}} = \frac{CCN_{\text{д}} \times OD_{\text{п}}}{100 - UP_{\text{д}}}; H_{\text{з}} = \frac{CCN_{\text{з}} \times OZ_{\text{п}}}{100 - UP_{\text{з}}}; H_{\text{п}} = \frac{CCN_{\text{п}} \times OP_{\text{п}}}{100 - UP_{\text{п}}},$$

где $H_{\text{ц}}$; $H_{\text{з}}$; $H_{\text{п}}$ — общая сумма налогов, планируемая к уплате за счет соответственно операционного дохода, операционных затрат и операционной прибыли;

$CCN_{\text{д}}$; $CCN_{\text{з}}$; $CCN_{\text{п}}$ — средневзвешенная ставка налогообложения соответственно операционного дохода, операционных затрат и операционной прибыли, рассчитанная на плановый период по основным видам налогов, %;

$OD_{\text{п}}$; $OZ_{\text{п}}$; $OP_{\text{п}}$ — планируемая сумма соответственно операционного дохода, операционных затрат и операционной прибыли;

$UP_{\text{д}}$; $UP_{\text{з}}$; $UP_{\text{п}}$ — удельный вес прочих видов налогов, уплачиваемых за счет соответственно операционного дохода, операционных затрат, операционной прибыли (он определен в процессе первого этапа плановых расчетов), %.

4. Расчет общей плановой суммы налогов, уплачиваемых в процессе осуществления операционной деятельности. Этот расчет осуществляется по формуле:

$$ON_{\text{о}} + H_{\text{ц}} + H_{\text{з}} + H_{\text{п}},$$

где $ON_{\text{о}}$ — общая плановая сумма налогов, уплачиваемых в процессе осуществления операционной деятельности;

$H_{\text{ц}}$ — сумма налогов, планируемых к уплате за счет операционного дохода;

$H_{\text{з}}$ — сумма налогов, планируемых к уплате за счет операционных затрат;

$H_{\text{п}}$ — сумма налогов, планируемых к уплате за счет операционной прибыли.

После осуществления этого этапа налогового планирования производится расчет эффективности налоговой политики предприятия в плановом периоде, показатели которой (рассмотренные в предыдущем разделе) сравниваются с аналогичными показателями предпланового периода.

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Глава 11.

ОБЩИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

11.1. ОСОБЕННОСТИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ ХАРАКТЕР ЕЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

В системе хозяйственной деятельности предприятия, генерирующей значительные объемы денежных потоков, определенное место занимает инвестиционная деятельность.

Инвестиционная деятельность предприятия представляет собой целенаправленно осуществляемый процесс изыскания необходимых инвестиционных ресурсов, выбора эффективных объектов (инструментов) инвестирования, формирования сбалансированной по избранным параметрам инвестиционной программы (инвестиционного портфеля) и обеспечения ее реализации.

Инвестиционная деятельность предприятия характеризуется следующими основными особенностями:

1. Она является главной формой обеспечения роста операционной деятельности предприятия и по отношению к ее целям и задачам носит подчиненный характер. Несмотря на то, что отдельные формы инвестиций предприятия могут генерировать на отдельных этапах его развития ббльшую прибыль, чем операционная деятельность, главной стратегической задачей предприятия является развитие операционной деятельности и обеспечение условий возрастания формируемой им операционной прибыли. Инвестиционная деятельность предприятия призвана обеспечивать рост формирования его операционной прибыли в перспективном периоде по двум направлениям: 1) *путем обеспечения возрастания операционных доходов за счет увеличения объема производственно-сбытовой деятельности (строительства новых филиалов при внедрении на иные региональные рынки; расширения объема реализации продукции за счет инвестирования в новые производства и т.п.); 2) путем обеспечения снижения удельных операционных затрат (своевременная замена физически изношенного оборудования; обновление морально устаревших производственных основных средств и нематериальных активов и т.п.).*

2. *Формы и методы инвестиционной деятельности в гораздо меньшей степени зависят от отраслевых особенностей предприятия, чем операционная его деятельность. Эта связь опосредствуется только объектами инвестирования. Механизм же этой деятельности практически идентичен на предприятиях любой отраслевой направленности. Это определяется тем, что инвестиционная деятельность предприятия осуществляется преимущественно в тесной связи с финансовым рынком (рынком капитала и рынком денег), отраслевая сегментация которого практически отсутствует, в то время как операционная его деятельность осуществляется преимущественно в рамках конкретных отраслевых сегментов товарного рынка и имеет четко выраженные отраслевые особенности операционного цикла.*

3. Объемы инвестиционной деятельности предприятия характеризуются существенной неравномерностью по отдельным периодам. Цикличность масштабов этой деятельности определяется рядом условий — необходимостью предварительного накопления финансовых средств (инвестиционных ресурсов) для начала реализации отдельных крупных инвестиционных проектов; использованием благоприятных внешних условий осуществления инвестиционной деятельности (на отдельных этапах экономического развития страны неблагоприятный “инвестиционный климат” резко снижает эффективность этой деятельности); постепенность формирования внутренних условий для существенных “инвестиционных рывков” (сформированный предприятием потенциал внеоборотных операционных активов имеет обычно достаточный “запас прочности”, т.е. обладает резервами повышения его производительного использования до определенных пределов; лишь при достижении таких пределов прирост объемов операционной деятельности вызывает необходимость возрастания этих активов).

4. Инвестиционная прибыль предприятия (а также иные формы эффекта инвестиций) в процессе его инвестиционной деятельности формируется обычно со значительным “лагом запаздывания”. Это означает, что между затратами инвестиционных ресурсов (инвестиционными затратами) и получением инвестиционной прибыли проходит обычно достаточно большой период времени, что определяет долговременный характер этих затрат. Дифференциация размера “лага запаздывания” зависит от форм протекания инвестиционного процесса (рис. 11.1.).

Как видно из приведенного рисунка, при *последовательном* протекании инвестиционного процесса инвестиционная прибыль формируется сразу же после завершения инвестирования средств; при *параллельном* его протекании формирование инвестиционной прибыли возможно еще до полного завершения процесса инвестирования средств; при *интервальном* его протекании между периодом завершения инвестирования средств и формированием инвестиционной прибыли проходит определенное время.

А.

**ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОЕ ПРОТЕКАНИЕ
ПРОЦЕССОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ КАПИТАЛА
И ПОЛУЧЕНИЯ ПРИБЫЛИ**

Инвестиционные затраты

Получение инвестиционной
прибыли

Б.

**ПАРАЛЛЕЛЬНОЕ ПРОТЕКАНИЕ ПРОЦЕССОВ
ИНВЕСТИРОВАНИЯ КАПИТАЛА
И ПОЛУЧЕНИЯ ПРИБЫЛИ**

Инвестиционные затраты

Получение инвестиционной
прибыли

В.

**ИНТЕРВАЛЬНОЕ ПРОТЕКАНИЕ ПРОЦЕССОВ
ИНВЕСТИРОВАНИЯ КАПИТАЛА
И ПОЛУЧЕНИЯ ПРИБЫЛИ**

Инвестиционные затраты

Получение инвестиционной
прибыли

Рисунок 11.1. Формы протекания процессов инвестирования капитала и получения инвестиционной прибыли предприятия во времени

5. Инвестиционная деятельность формирует особый самостоятельный вид денежных потоков предприятия, которые существенно различаются в отдельные периоды по своей направленности. Принципиальная схема формирования денежных потоков в процессе инвестиционной деятельности представлена на рис. 11.2.

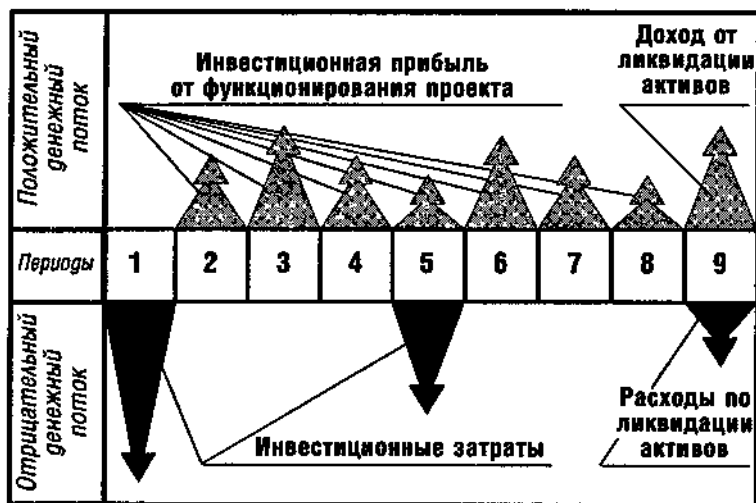


Рисунок 11.2. Принципиальная схема формирования денежных потоков по отдельному инвестиционному проекту

Как видно из приведенных данных, на протяжении отдельных периодов сумма отрицательного денежного потока по инвестиционной деятельности предприятия может значительно превышать сумму положительного денежного потока по ней. Кроме того, сумма инвестиционной прибыли по отдельным периодам имеет высокий уровень колеблемости.

6. Инвестиционной деятельности предприятия присущи специфические виды рисков, объединяемые понятием “инвестиционный риск”. Уровень инвестиционного риска обычно значительно превышает уровень операционного (коммерческого) риска. Это связано с тем, что в процессе инвестиционной деятельности риск потери капитала (т.е. “катастрофический риск”) имеет большую вероятность

возникновения, чем в процессе операционной деятельности. Механизм формирования уровня инвестиционной прибыли строится в тесной связи с уровнем инвестиционного риска.

7. Важнейшим измерителем объема инвестиционной деятельности, характеризующим темпы экономического развития предприятия выступает показатель его чистых инвестиций. Чистые инвестиции представляют собой сумму валовых инвестиций, уменьшенную на сумму амортизационных отчислений в определенном периоде:

$$\text{ЧИ} = \text{ВИ} - \text{АО},$$

где ЧИ — сумма чистых инвестиций предприятия в определенном периоде;

ВИ — сумма валовых инвестиций предприятия в рассматриваемом периоде;

АО — сумма амортизационных отчислений предприятия в рассматриваемом периоде.

Динамика показателя чистых инвестиций отражает характер экономического развития предприятия, потенциал формирования его прибыли и чистого инвестиционного денежного потока. Если сумма чистых инвестиций предприятия составляет отрицательную величину (т.е. если объем валовых инвестиций меньше суммы амортизационных отчислений), это свидетельствует о снижении производственного его потенциала и экономической базы формирования его прибыли (такая ситуация характеризует предприятие, “проедающее свой капитал”). Если сумма чистых инвестиций равна нулю (т.е. если объем валовых инвестиций равен сумме амортизационных отчислений), это означает отсутствие экономического роста предприятия и базы возрастания его прибыли, так как его производственный потенциал остается при этом неизменным (такая ситуация характеризует предприятие, “толчущееся на месте”). И наконец, если сумма чистых инвестиций составляет положительную величину (т.е. объем валовых инвестиций превышает сумму амортизационных отчислений), это означает, что обеспечивается расширенное воспроизводство внеоборотных операционных активов предприятия и возрастание экономической базы формирования его прибыли и чистого инвестиционного денежного потока (такая ситуация характеризует “растущее предприятие”).

11.2. МЕХАНИЗМ ФОРМИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИБЫЛИ И ИНВЕСТИЦИОННОГО ЧИСТОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

Как и во всей сфере предпринимательской деятельности инвестиционная прибыль является одним из основных побудительных мотивов инвестиций и источником формирования инвестиционного чистого денежного потока. Вместе с тем, инвестиционной деятельности предприятия присуща своя особая модель формирования прибыли, определяющая широкий диапазон колебаний ее уровня на вложенный капитал. Элементы, формирующие эту модель и определяющие уровень инвестиционной прибыли, довольно многочисленны. Рассмотрим лишь основные из них (рисунок 11.3.):



Рисунок 11.3. Основные элементы модели формирования инвестиционной прибыли предприятия

1. Минимальная норма прибыли на капитал является той изначальной точкой, которая определяет минимальный уровень инвестиционной прибыли предприятия. Являясь побудительным мотивом инвестиционной деятельности, норма прибыли на капитал формирует потреб-

ность в осуществлении инвестиций или объем спроса на них. Чем выше граница минимальной нормы прибыли на инвестированный капитал, тем выше при прочих равных условиях объем спроса на инвестиции. Кривая объема спроса на инвестиции в зависимости от минимальной нормы прибыли на капитал графически представлена на рисунке 11.4.

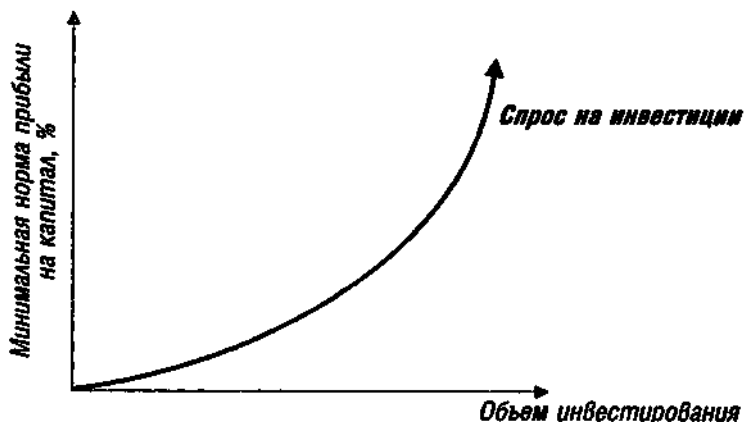


Рисунок 11.4. Кривая объема спроса на инвестиции в зависимости от минимальной нормы прибыли на капитал

Что же определяет уровень минимальной нормы прибыли на капитал? Прежде всего, это показатель, который должен быть очищен от инфляции, т.е. отражать реальную сумму инвестиционной прибыли на вложенные инвестором средства. Кроме того, это показатель, который должен складываться в условиях высокой ликвидности инвестиций, т.е. обеспечения при необходимости быстрого изъятия инвестором вложенных средств. Наконец, это показатель, который минимизирует риск потери капитала инвестором в процессе осуществления инвестиционной деятельности. Тот минимальный уровень прибыли, который побуждает инвестора к осуществлению инвестиционной деятельности при соблюдении вышеперечисленных условий, и будет характеризовать минимальную норму прибыли на инвестируемый капитал. В наибольшей степени эти условия обеспечивает ставка депозитного процента на вклады до востребования

(которые могут быть изъяты инвестором в любое время), предлагаемая наиболее надежными (в соответствии с рейтингом) коммерческими банками. Эта ставка формирует минимальный уровень ссудного процента на денежном рынке.

2. Продолжительность инвестиционного процесса определяет уровень инвестиционной прибыли с учетом концепции оценки стоимости денег во времени. Чем выше период инвестиционного процесса, а соответственно и разрыв между инвестиционными затратами и получением инвестиционной прибыли, тем выше при прочих равных условиях должна быть сумма возвратного денежного потока (прежде всего прибыли) на вложенный капитал (при его наращении по ставке процента, равной минимальной норме прибыли на капитал). Естественно, что чем выше размер минимальной нормы прибыли на капитал (т.е. ставка процента, используемая при его наращении), тем большую сумму прибыли в пределах одинакового периода инвестирования вправе ожидать инвестор.

3. Темп инфляции оказывает существенное корректирующее воздействие на уровень инвестиционной прибыли. Поэтому номинальный размер минимальной нормы прибыли на капитал или номинальный размер ставки процента, по которой осуществляется наращение суммы вложенного капитала, должны корректироваться с учетом ожидаемого (или сложившегося) темпа инфляции. Такая корректировка осуществляется по следующей формуле:

$$I_p = I - T_i,$$

где I_p — реальная ставка процента (минимальной нормы прибыли на капитал);

I — номинальная ставка процента (минимальной нормы прибыли на капитал);

T_i — темп инфляции, выраженный десятичной дробью.

При определении реальной суммы инвестиционной прибыли в процессе наращения вложенного капитала по реальной ставке процента, мы сталкиваемся с тремя ситуациями:

а) $I = T_i$. В этой ситуации наращение реальной стоимости капитала не произойдет, т.е. реальная ин-

вестиционная прибыль не будет получена, так как прирост будущей стоимости капитала (инвестиционных затрат) будет поглощаться инфляцией;

б) $I > T_i$. В этой ситуации реальная будущая стоимость инвестируемого капитала будет возрастать несмотря на инфляцию, т.е. предприятию гарантируется получение реальной суммы инвестиционной прибыли на вложенные средства;

в) $I < T_i$. В этой ситуации реальная стоимость инвестированного капитала будет снижаться, т.е. процесс инвестирования станет убыточным.

Возмещение потерь инвестора от инфляции предполагает получение им в составе инвестиционной прибыли так называемой "инфляционной премии". Размер этой премии, призванной компенсировать эту потерю реальной суммы инвестиционной прибыли, рассчитывается по формуле:

$$П_i = ИП_p \times T_i,$$

где $П_i$ — сумма инфляционной премии;

$ИП_p$ — сумма реальной минимальной нормы прибыли на капитал (или сумма процента при его наращении);

T_i — темп инфляции, выраженный десятичной дробью.

4. **Уровень инвестиционного риска**, под которым понимается вероятность возникновения непредвиденных финансовых потерь в условиях неопределенности результатов инвестиционной деятельности, оказывает наиболее существенное влияние на уровень инвестиционной прибыли и на инвестиционную политику предприятия в целом (формируя агрессивный, умеренный или консервативный тип ее осуществления). При оценке уровня инвестиционных рисков используются показатели дисперсии, среднеквадратического (или стандартного) отклонения, коэффициента вариации, бета-коэффициента.

С оценкой рисков связан важный момент формирования уровня инвестиционной прибыли. Так как инвестор не может подбирать для инвестиционной деятельности только безрисковые объекты инвестирования (а в нашей стране даже самые надежные объекты инвестирования безрисковыми можно считать лишь условно), возникает

вопрос — как должен быть компенсирован тот или иной уровень риска по объекту инвестирования, диапазон колебания которого очень высок? Для такого возмещения предназначается так называемая “премия за риск”, которая представляет собой дополнительную инвестиционную прибыль, требуемую инвестором сверх того уровня, который могут принести безрисковые инвестиции. Эта дополнительная инвестиционная прибыль должна возрастать пропорционально росту уровня риска по объекту инвестирования. При этом следует иметь в виду, что премия за риск должна возрастать пропорционально росту не общего уровня риска по объекту инвестирования, а только риска рыночного или систематического, который определяется с помощью бета-коэффициента (т.к. риск несистематический связан в основном с действием субъективных факторов и его заранее просчитать нельзя).

Для графической характеристики зависимости размера инвестиционной прибыли и суммы премии за риск от уровня систематического риска по объекту инвестирования строится так называемая “линия надежности рынка” (рис. 11.5).

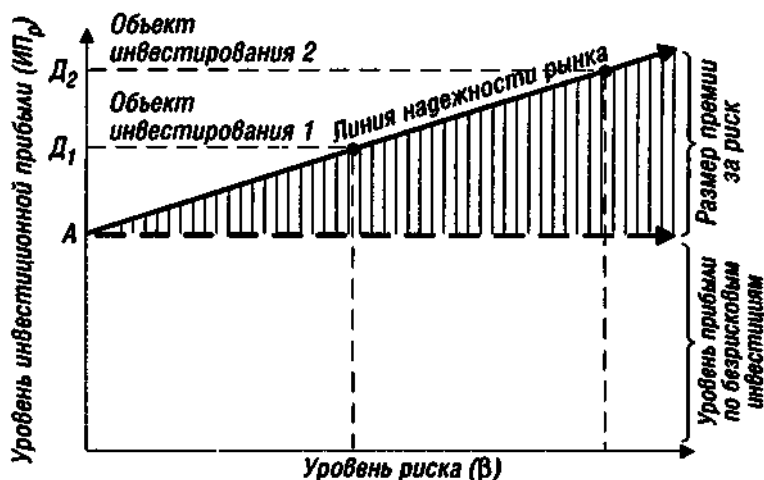


Рисунок 11.5. Линия надежности инвестиционного рынка, определяющая размер премии (дополнительной прибыли) за риск в зависимости от уровня риска

Линия надежности рынка показывает как с ростом уровня систематического риска по объекту инвестирования должен соответственно возрастать размер премии за риск и общий уровень инвестиционной прибыли.

Количественно размер инвестиционной прибыли с учетом премии за риск по конкретному объекту инвестирования определяется на основе *“Модели оценки капитальных активов”* [Capital Assets Pricing Model — CAPM], которая имеет следующий вид:

$$\text{ПИ}_p = \text{ПИ}_b + (\overline{\text{ПИ}} - \text{ПИ}_b) \times \beta,$$

где ПИ_p — общий необходимый уровень инвестиционной прибыли по объекту инвестирования с учетом уровня его систематического риска;

ПИ_b — уровень инвестиционной прибыли по безрисковым инвестициям;

$\overline{\text{ПИ}}$ — средний уровень инвестиционной прибыли на рынке (среднерыночная норма прибыли на капитал);

β — бета-коэффициент, характеризующий уровень систематического риска по данному объекту инвестирования.

Сопоставление расчетных значений уровня систематического риска и уровня ожидаемой инвестиционной прибыли по объекту инвестирования позволяет определить насколько компенсируется соответствующий инвестиционный риск по нему.

5. **Уровень ликвидности инвестиций** характеризует их потенциальную способность в короткое время и без существенных финансовых потерь конверсироваться в денежные активы. Как видно из данного определения, при оценке уровня ликвидности тех или иных объектов инвестирования используются два основных критерия — время конверсии данного объекта инвестиций в денежные активы и размер финансовых потерь инвестора, связанных с этой конверсией.

Оценка ликвидности инвестиций измеряется обычно в количестве дней, необходимых для реализации на рынке того или иного объекта инвестирования (или коэффициентом ликвидности инвестиций, представляющим собой частное от деления единицы на число дней их конверсии в денежные активы). В инвестиционной практике по

этому критерию отдельные объекты инвестирования классифицируются следующим образом: а) срочноликвидные (со сроком конверсии до 7 дней); б) высоколиквидные (с возможным сроком реализации от 8 до 30 дней); в) среднеликвидные (такие объекты реализуются в срок от одного до трех месяцев); г) слаболиквидные (срок возможной реализации которых составляет свыше трех месяцев).

Оценка ликвидности инвестиций по уровню финансовых потерь характеризуется размером этих потерь к сумме инвестированного капитала. По этому критерию финансовые потери классифицируются следующим образом: а) низкие (если их уровень составляет не более 5% к сумме инвестированных средств); б) средние (если этот показатель колеблется в пределах 6-10%); в) высокие (если этот показатель составляет 11-20%); г) очень высокие (если их уровень превышает 20%).

Следует отметить, что показатели ликвидности инвестиций по времени и уровню финансовых потерь находятся между собой в обратной связи (см. рис. 11.6.):

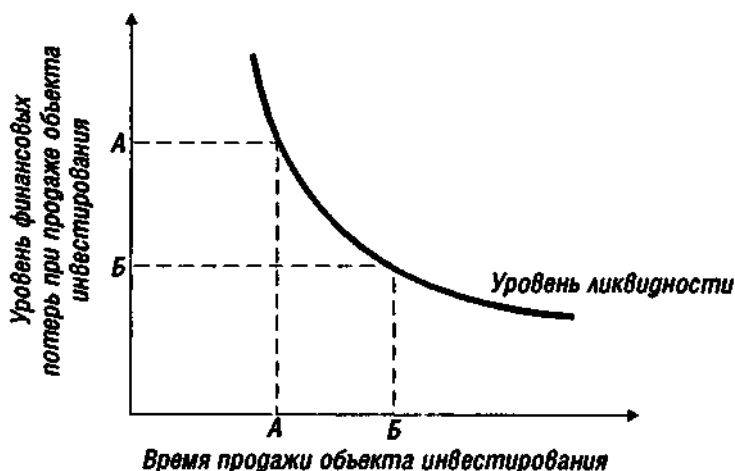


Рисунок 11.6. Характер зависимости между временем продажи объекта инвестирования и уровнем финансовых потерь

Экономическое содержание этой связи заключается в том, что если инвестор соглашается на больший уровень финансовых потерь при реализации объекта инве-

стиций, он быстрее может его реализовать и наоборот. Наличие такой связи позволяет инвестору не только оценивать уровень ликвидности объектов инвестиций, но и управлять процессом их конверсии в денежные активы, варьируя показатель уровня финансовых потерь.

Чем ниже уровень ликвидности объекта инвестирования, тем выше при прочих равных условиях должен быть размер дополнительной инвестиционной прибыли или "премии за ликвидность". Зависимость между уровнем ликвидности инвестиций и уровнем инвестиционной прибыли (или премии за ликвидность) может быть проиллюстрирована на примере депозитных вкладов. Наименьшая ставка депозитного процента установлена по вкладам до востребования, которые могут быть изъяты инвестором в любой момент; при срочных вкладах на период не менее шести месяцев ставка депозитного процента увеличивается, а при срочных вкладах на период не менее одного года она достигает максимальных размеров для этого объекта инвестирования.

6. Индивидуальные особенности объекта инвестирования являются завершающим элементом модели формирования инвестиционной прибыли. Если ранее рассмотренные элементы формирования инвестиционной прибыли имели объективную общепринятую основу для определения уровня инвестиционной прибыли, то индивидуальные особенности объекта инвестирования могут отвечать целям стратегического их отбора инвестором вне зависимости от уровня их прибыльности. При этом уровень инвестиционной прибыли может отклоняться от объективных его стандартов как в большую сторону (например, если рыночная стоимость объекта инвестирования недооценена их продавцом), так и в меньшую (если инвестор согласен на потерю определенной части прибыли ради решения других стратегических задач, например, для проникновения на другой региональный рынок).

Индивидуальные особенности объекта инвестирования представляют собой предмет конкретной оценки его инвестиционных качеств, методика которой будет рассмотрена далее в разрезе конкретных видов этих объектов.

Таким образом, модель формирования уровня инвестиционной прибыли по отдельным объектам инвестирования может быть представлена в следующем виде:

$$ИП = (НП_{\text{м}} \pm ИО_{\text{п}} + П_{\text{р}} + П_{\text{л}} + П_{\text{л}}) \times (1 + i)^n,$$

где ИП — сумма инвестиционной прибыли по конкретному объекту инвестирования;

НП_м — сумма минимальной нормы прибыли на инвестируемый капитал (определяемая по ставке минимальной нормы прибыли на капитал на денежном рынке);

П_л — сумма инфляционной премии;

П_р — сумма премии за риск;

П_л — сумма премии за ликвидности;

ИО_п — отклонения суммы прибыли по индивидуальному объекту инвестирования от среднерыночных условий ее формирования;

i — процентная ставка, принимаемая для наращивания суммы прибыли, выраженная десятичной дробью;

n — продолжительность процесса инвестирования, выраженная количеством периодов, по которым будет получена инвестиционная прибыль.

С учетом этих особенностей формирования инвестиционной прибыли формируется и инвестиционный чистый денежный поток предприятия, принципиальная схема которого представлена на рис. 11.7.



Рисунок 11.7. Принципиальная схема формирования инвестиционных денежных потоков предприятия

Формирование инвестиционных денежных потоков в процессе реального и финансового инвестирования имеет существенные отличительные особенности, что предопределяет необходимость использования различных методов управления ими.

Глава 12.

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

12.1. ХАРАКТЕРИСТИКА ФОРМ РЕАЛЬНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ И ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Основу инвестиционной деятельности предприятия составляет реальное инвестирование. На большинстве предприятий это инвестирование является в современных условиях единственным направлением инвестиционной деятельности. Это определяет высокую роль управления реальными инвестициями в системе инвестиционной деятельности предприятия.

Осуществление реальных инвестиций характеризуется рядом особенностей, основными из которых являются:

1. Реальное инвестирование является главной формой реализации стратегии экономического развития предприятия. Основная цель этого развития обеспечивается осуществлением высокоэффективных реальных инвестиционных проектов, а сам процесс стратегического развития предприятия представляет собой не что иное, как совокупность реализуемых во времени этих инвестиционных проектов. Именно эта форма инвестирования позволяет предприятию успешно проникать на новые товарные и региональные рынки, обеспечивать постоянное возрастание своей рыночной стоимости.

2. Реальное инвестирование находится в тесной взаимосвязи с операционной деятельностью предприятия. Задачи увеличения объема производства и реализации продукции, расширения ассортимента производимых изделий и повышения их качества, снижения текущих операционных затрат решаются, как правило, в результате реального инвестирования. В свою очередь, от реализованных предприятием реальных инвестиционных проектов во многом зависят параметры будущего операционного процесса, потенциал возрастания объемов его операционной деятельности.

3. Реальные инвестиции обеспечивают, как правило, более высокий уровень рентабельности в сравнении с финансовыми инвестициями. Эта способность генерировать большую норму прибыли является одним из побудительных мотивов к предпринимательской деятельности в реальном секторе экономики.

4. Реализованные реальные инвестиции обеспечивают предприятию устойчивый чистый денежный поток. Этот чистый денежный поток формируется за счет амортизационных отчислений от основных средств и нематериальных активов даже в те периоды, когда эксплуатация реализованных инвестиционных проектов не приносит предприятию прибыль.

5. Реальные инвестиции подвержены высокому уровню риска морального старения. Этот риск сопровождает инвестиционную деятельность как на стадии реализации реальных инвестиционных проектов, так и на стадии постинвестиционной их эксплуатации. Стремительный технологический прогресс сформировал тенденцию к увеличению уровня этого риска в процессе реального инвестирования.

6. Реальные инвестиции имеют высокую степень противoinфляционной защиты. Опыт показывает, что в условиях инфляционной экономики темпы роста цен на многие объекты реального инвестирования не только соответствуют, но во многих случаях даже обгоняют темпы роста инфляции, реализуя ажиотажный инфляционный спрос предпринимателей на материализованные объекты предпринимательской деятельности.

7. Реальные инвестиции являются наименее ликвидными. Это связано с узкоцелевой направленностью большинства форм этих инвестиций, практически не имеющих в незавершенном виде альтернативного хозяйственного применения. В связи с этим компенсировать в финансовом отношении неверные управленческие решения, связанные с началом осуществления реальных инвестиций, крайне сложно.

Реальные инвестиции осуществляются предприятиями в разнообразных формах, основными из которых являются (рис. 12.1.).



Рисунок 12.1. Основные формы реального инвестирования

1. Приобретение целостных имущественных комплексов. Оно представляет собой инвестиционную операцию крупных предприятий, обеспечивающую отраслевую, товарную или региональную диверсификацию их деятельности. Эта форма реальных инвестиций обеспечивает обычно “эффект синергизма”, который заключается в возрастании совокупной стоимости активов обоих предприятий (в сравнении с их балансовой стоимостью) за счет возможностей более эффективного использования их общего финансового потенциала, взаимодополнения технологий и номенклатуры выпускаемой продукции, возможностей снижения уровня операционных затрат, совместного использования сбытовой сети на различных региональных рынках и других аналогичных факторов.

2. Новое строительство. Оно представляет собой инвестиционную операцию, связанную со строительством нового объекта с законченным технологическим циклом по индивидуально разработанному или типовому проекту на специально отводимых территориях. К новому строительству предприятие прибегает при кардинальном

увеличении объемов своей операционной деятельности в предстоящем периоде, ее отраслевой, товарной или региональной диверсификации (создании филиалов, дочерних предприятий и т.п.).

3. Перепрофилирование. Оно представляет собой инвестиционную операцию, обеспечивающую полную смену технологии производственного процесса для выпуска новой продукции.

4. Реконструкция. Она представляет собой инвестиционную операцию, связанную с существенным преобразованием всего производственного процесса на основе современных научно-технических достижений. Ее осуществляют в соответствии с комплексным планом реконструкции предприятия в целях радикального увеличения его производственного потенциала, существенного повышения качества выпускаемой продукции, внедрения ресурсосберегающих технологий и т.п. В процессе реконструкции может осуществляться расширение отдельных производственных зданий и помещений (если новое технологическое оборудование не может быть размещено в действующих помещениях); строительство новых зданий и сооружений того же назначения вместо ликвидируемых на территории действующего предприятия, дальнейшая эксплуатация которых по технологическим или экономическим причинам признана нецелесообразной.

5. Модернизация. Она представляет собой инвестиционную операцию, связанную с совершенствованием и приведением активной части производственных основных средств в состояние, соответствующее современному уровню осуществления технологических процессов, путем конструктивных изменений основного парка машин, механизмов и оборудования, используемых предприятием в процессе операционной деятельности.

6. Обновление отдельных видов оборудования. Оно представляет собой инвестиционную операцию, связанную с заменой (в связи с физическим износом) или дополнением (в связи с ростом объемов деятельности или необходимостью повышения производительности труда) имеющегося парка оборудования отдельными новыми их видами, не меняющими общей схемы осуществления

технологического процесса. Обновление отдельных видов оборудования характеризует в основном процесс простого воспроизводства активной части производственных основных средств.

7. Инновационное инвестирование в нематериальные активы. Оно представляет собой инвестиционную операцию, направленную на использование в операционной и других видах деятельности предприятия новых научных и технологических знаний в целях достижения коммерческого успеха. Инновационные инвестиции в нематериальные активы осуществляются в двух основных формах: а) путем приобретения готовой научно-технической продукции и других прав (приобретение патентов на научные открытия, изобретения, промышленные образцы и товарные знаки; приобретение ноу-хау; приобретение лицензий на френчайзинг и т.п.); б) путем разработки новой научно-технической продукции (как в рамках самого предприятия, так и по его заказу соответствующими инжиниринговыми фирмами). Осуществление инновационного инвестирования в нематериальные активы позволяет существенно повысить технологический потенциал предприятия во всех сферах его хозяйственной деятельности.

8. Инвестирование прироста запасов материальных оборотных активов. Оно представляет собой инвестиционную операцию, направленную на расширение объема используемых операционных оборотных активов предприятия, обеспечивающую тем самым необходимую пропорциональность (сбалансированность) в развитии внеоборотных и оборотных операционных активов в результате осуществления инвестиционной деятельности. Необходимость этой формы инвестирования связана с тем, что любое расширение производственного потенциала, обеспечиваемое ранее рассмотренными формами реального инвестирования, определяет возможность выпуска дополнительного объема продукции. Однако эта возможность может быть реализована только при соответствующем расширении объема использования материальных оборотных активов отдельных видов (запасов сырья, материалов, полуфабрикатов, малоценных и быстроизнашивающихся предметов и т.п.).

Все перечисленные формы реального инвестирования могут быть сведены к трем основным его направлениям: *капитальному инвестированию* или *капитальным вложениям* (первые шесть форм); *инновационному инвестированию* (седьмая форма) и *инвестированию прироста оборотных активов* (восьмая форма).

Выбор конкретнх форм реального инвестирования предприятия определяется задачами отраслевой, товарной и региональной диверсификации его деятельности (направленными на расширение объема операционного дохода), возможностями внедрения новых ресурсо- и трудосберегающих технологий (направленными на снижение уровня операционных затрат), а также потенциалом формирования инвестиционных ресурсов (капитала в денежной и иных формах, привлекаемого для осуществления вложений в объекты реального инвестирования).

Все формы реального инвестирования проходят три основные стадии (фазы), составляющие в совокупности цикл этого инвестирования:

- *прединвестиционная стадия*, в процессе которой разрабатываются варианты альтернативных инвестиционных решений, проводится их оценка и принимается к реализации конкретный их вариант;

- *инвестиционная стадия*, в процессе которой осуществляется непосредственная реализация принятого инвестиционного решения;

- *постинвестиционная стадия*, в процессе которой обеспечивается контроль за достижением предусмотренных параметров инвестиционных решений в процессе эксплуатации объекта инвестирования.

Основу прединвестиционной стадии цикла реального инвестирования составляет подготовка инвестиционного проекта (аналогом этого термина выступают "бизнес-план", "технико-экономическое обоснование" и др).

Инвестиционный проект представляет собой основной документ, определяющий необходимость осуществления реального инвестирования, в котором в общепринятой последовательности разделов излагаются основные характеристики проекта и финансовые показатели, связанные с его реализацией.

Для таких форм реального инвестирования как обновление отдельных видов оборудования, приобретение отдельных видов нематериальных активов, увеличение запасов материальных оборотных активов, которые, как правило, не требуют высоких инвестиционных затрат, обоснование инвестиционных проектов носит форму внутреннего служебного документа (докладной записки, заявки и т.п.), в котором излагаются мотивация, объектная направленность, необходимый объем инвестирования, а также ожидаемая его эффективность.

При осуществлении таких форм реального инвестирования, как приобретение целостных имущественных комплексов, новое строительство, перепрофилирование, реконструкция и широкомасштабная модернизация предприятия, требования к подготовке инвестиционного проекта существенно возрастают. Это связано с тем, что в современных экономических условиях предприятия не могут обеспечить свое стратегическое развитие только за счет внутренних финансовых ресурсов и привлекают на инвестиционные цели значительный объем средств за счет внешних источников финансирования. В то же время любой крупный сторонний инвестор или кредитор должен иметь четкое представление о стратегической концепции проекта; его масштабах; важнейших показателях маркетинговой, экономической и финансовой его результативности; объеме необходимых инвестиционных затрат и сроках их возврата и других его характеристиках. Разработанный реальный инвестиционный проект позволяет сначала собственникам и менеджерам предприятия, а затем и сторонним инвесторам всесторонне оценить целесообразность его реализации и ожидаемую эффективность.

Разрабатываемые в разрезе отдельных форм реального инвестирования предприятия инвестиционные проекты классифицируются по ряду признаков (рис. 12.2.).

В зависимости от видов инвестиционных проектов, изложенных в рассматриваемой их классификации, дифференцируются требования к их разработке.

Для небольших инвестиционных проектов, финансируемых предприятием за счет внутренних источников, обоснование осуществляется по сокращенному кругу разделов и показателей. Такое обоснование может содержать лишь цель осуществления инвестиционного проекта,

КЛАССИФИКАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

По функциональной направленности

- Инвестиционные проекты развития
- Инвестиционные проекты санации

По целям инвестирования

- Инвестиционные проекты, обеспечивающие прирост объема выпуска продукции
- Инвестиционные проекты, обеспечивающие расширение (обновление) ассортимента продукции
- Инвестиционные проекты, обеспечивающие повышение качества продукции
- Инвестиционные проекты, обеспечивающие снижение себестоимости продукции
- Инвестиционные проекты, обеспечивающие решение социальных, экологических и других задач

По совместимости реализации

- Инвестиционные проекты, независимые от реализации других проектов предприятия
- Инвестиционные проекты, зависящие от реализации других проектов предприятия
- Инвестиционные проекты, исключающие реализацию иных проектов

По срокам реализации

- Краткосрочные инвестиционные проекты с периодом реализации до одного года
- Среднесрочные инвестиционные проекты с периодом реализации от одного года до трех лет
- Долгосрочные инвестиционные проекты с периодом реализации свыше трех лет

По объему необходимых инвестиционных ресурсов

- Небольшие инвестиционные проекты (до 100 тыс. долл. США)
- Средние инвестиционные проекты (от 100 до 1000 тыс. долл. США)
- Крупные инвестиционные проекты (свыше 1000 тыс. долл. США)

По предполагаемой схеме финансирования

- Инвестиционные проекты, финансируемые за счет внутренних источников
- Инвестиционные проекты, финансируемые за счет акционирования (первичной или дополнительной эмиссии акций)
- Инвестиционные проекты, финансируемые за счет кредита
- Инвестиционные проекты со смешанными формами финансирования

Рисунок 12.2. Классификация инвестиционных проектов предприятия по основным признакам

его основные параметры, объем необходимых финансовых средств, показатели эффективности осуществляемых инвестиций, а также схему (календарный план) реализации инвестиционного проекта.

Для средних и крупных инвестиционных проектов, финансирование реализации которых намечается за счет внешних источников, необходимо полномасштабное обоснование по соответствующим национальным и международным стандартам. Такое обоснование инвестиционных проектов подчинено определенной логической структуре, которая носит унифицированный характер в большинстве стран с развитой рыночной экономикой (отклонения от этой общепринятой структуры вызываются лишь отраслевыми особенностями и формами осуществления реальных инвестиций).

В соответствии с рекомендациями ЮНИДО (Организации Объединенных Наций по Промышленному Развитию) инвестиционный проект должен содержать следующие основные разделы (рис. 12.3.).



Рисунок 12.3. Структура разрабатываемого инвестиционного проекта предприятия в разрезе основных разделов

1. *Краткая характеристика проекта* (или его резюме). В этом разделе содержатся выводы по основным аспектам разработанного проекта после рассмотрения всех альтернативных вариантов, когда концепция проекта, ее обоснование и формы реализации уже определены. Ознакомившись с этим разделом, инвестор должен сделать вывод о том, отвечает ли проект направленности его инвестиционной деятельности и инвестиционной стратегии, соответствует ли он потенциалу его инвестиционных ресурсов, устраивает ли его проект по периоду реализации и срокам возврата вложенного капитала и т.п.

2. *Предпосылки и основная идея проекта*. В этом разделе перечисляются наиболее важные параметры проекта, которые служат определяющими показателями для его реализации, рассматривается регион расположения проекта в увязке с рыночной и ресурсной средой, приводится график реализации проекта и характеризуется его инициатор.

3. *Анализ рынка и концепция маркетинга*. В нем излагаются результаты маркетинговых исследований, обосновывается концепция маркетинга и разрабатывается проект его бюджета.

4. *Сырье и поставки*. Этот раздел содержит классификацию используемых видов сырья и материалов, объем потребности в них, наличие основного сырья в регионе и обеспеченность им, программу поставок сырья и материалов и связанные с ними затраты.

5. *Месторасположение, строительный участок и окружающая среда*. В этом разделе подробно описываются месторасположение проекта, характер естественной окружающей среды, степень воздействия на нее при реализации проекта, социально-экономические условия в регионе и инвестиционный климат, состояние производственной и коммерческой инфраструктуры, выбор строительного участка с учетом рассмотренных альтернатив, оценка затрат по освоению строительного участка.

6. *Проектирование и технология*. Этот раздел должен содержать производственную программу и характеристику производственной мощности предприятия; выбор технологии и предложения по ее приобретению или передаче; подробную планировку предприятия и основные проектно-конструкторские работы; перечень необходимых машин и оборудования и требования к их

техническому обслуживанию; оценку связанных с этим инвестиционных затрат.

7. *Организация управления.* В этом разделе приводится организационная схема и система управления предприятием; обосновывается конкретная организационная структура управления по сферам деятельности и центрам ответственности; рассматривается подробная смета накладных расходов, связанных с организацией управления.

8. *Трудовые ресурсы.* Этот раздел содержит требования к категориям и функциям персонала, оценку возможностей его формирования в рамках региона, организацию набора, план обучения работников и оценку связанных с этим затрат.

9. *Планирование реализации проекта.* В этом разделе обосновываются отдельные стадии осуществления проекта, приводится график его реализации, разрабатывается бюджет реализации проекта.

10. *Финансовый план и оценка эффективности инвестиций.* Этот раздел содержит финансовый прогноз и основные виды финансовых планов, совокупный объем инвестиционных затрат, методы и результаты оценки эффективности инвестиций, оценку инвестиционных рисков.

Разработка инвестиционных проектов предприятия может быть осуществлена с помощью специальных компьютерных программ — COMFAR, PROJECT EXPERT и других.

12.2. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

В системе управления денежными потоками в процессе реального инвестирования оценка эффективности инвестиционных проектов представляет собой один из наиболее ответственных этапов. От того, насколько объективно и всесторонне проведена эта оценка, зависят сроки возврата вложенного капитала, варианты альтернативного его использования, дополнительно генерируемый поток прибыли предприятия в предстоящем периоде. Эта объективность и всесторонность оценки эффективности инвестиционных проектов в значительной мере определяется использованием современных методов ее проведения.

Рассмотрим базовые принципы и методические подходы, используемые в современной практике оценки эффективности реальных инвестиционных проектов. Основные из таких принципов заключаются в следующем:

1. Оценка эффективности реальных инвестиционных проектов должна осуществляться на основе сопоставления объема инвестиционных затрат, с одной стороны, и сумм и сроков возврата инвестированного капитала, с другой. Это общий принцип формирования системы оценочных показателей эффективности, в соответствии с которым результаты любой деятельности должны быть сопоставлены с затратами (примененными ресурсами) на ее осуществление. Применительно к инвестиционной деятельности он реализуется путем сопоставления прямого и возвратного потоков инвестируемого капитала.

2. Оценка объема инвестиционных затрат должна охватывать всю совокупность используемых ресурсов, связанных с реализацией проекта. В процессе оценки должны быть учтены все прямые и косвенные затраты денежных средств (собственных и заемных), материальных и нематериальных активов, трудовых и других видов ресурсов. Как показывает современная практика в большинстве случаев оценка объема инвестиционных затрат не отражает косвенные расходы, связанные с подготовкой проекта к реализации, формированием необходимого объема инвестиционных ресурсов, контролем за реализацией проекта и т.п. Это не позволяет осуществлять сопоставимую оценку эффективности инвестиционных проектов.

3. Оценка возврата инвестируемого капитала должна осуществляться на основе показателя "чистого денежного потока" [net cash flow]. Этот показатель формируется за счет сумм чистой прибыли и амортизационных отчислений в процессе эксплуатации инвестиционного проекта. При проведении различных видов оценки этот показатель может рассматриваться как среднегодовой, так и дифференцированный по отдельным периодам эксплуатации инвестиционного проекта.

4. В процессе оценки суммы инвестиционных затрат и чистого денежного потока должны быть приведены к настоящей стоимости. На первый взгляд кажется, что ин-

вестиционные затраты по отношению к чистому денежному потоку всегда выражены в настоящей стоимости, так как значительно предшествуют ему. В реальной практике это не так — процесс инвестирования в большинстве случаев осуществляется не одновременно, а проходит ряд этапов. Поэтому, за исключением первого этапа, все последующие суммы инвестиционных затрат должны приводиться к настоящей стоимости (с дифференциацией каждого последующего этапа инвестирования). Точно так же должна приводиться к настоящей стоимости и сумма чистого денежного потока (по отдельным этапам его формирования).

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

С учетом вышеизложенных принципов рассмотрим методы оценки эффективности реальных инвестиционных проектов на основе различных показателей. Система этих показателей приведена на рис. 12.3.



Рисунок 12.3. Система основных показателей, используемых в процессе оценки эффективности реальных инвестиционных проектов

Выше изложена система всех основных показателей, используемых в практике инвестиционного менеджмента для оценки эффективности реальных инвестиционных проектов. Вместе с тем, в зависимости от метода учета фактора времени в осуществлении инвестиционных затрат и получении возвратного инвестиционного потока все рассмотренные показатели подразделяются на две основные группы — дисконтные и статические (бухгалтерские).

Показатели оценки эффективности реальных инвестиционных проектов, основанные на *дисконтных методах расчета* предусматривают обязательное дисконтирование инвестиционных затрат и доходов по отдельным интервалам рассматриваемого периода. В то же время показатели оценки, основанные на *статических (бухгалтерских) методах расчета*, предусматривают использование в расчетах бухгалтерских данных об инвестиционных затратах и доходах без их дисконтирования во времени. Распределение рассмотренной системы показателей оценки эффективности реальных инвестиционных проектов по этому признаку приведено на рис. 12.4.

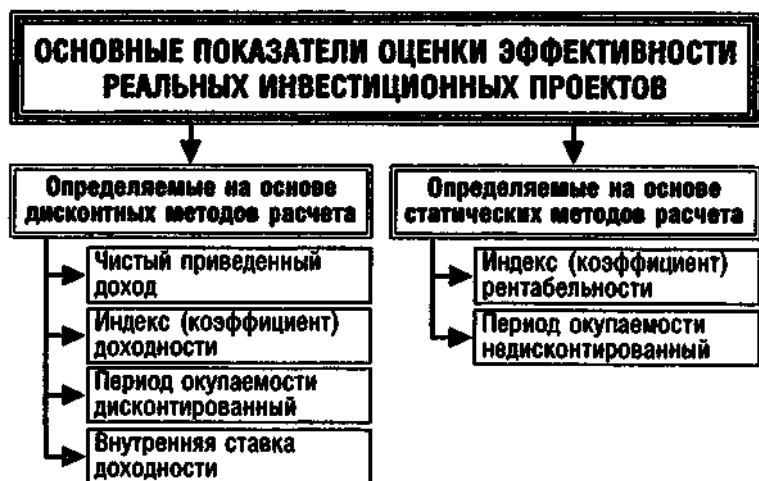


Рисунок 12.4. Группировка основных показателей оценки эффективности реальных инвестиционных проектов по используемым методам расчета

В современной инвестиционной практике показатели оценки эффективности реальных проектов, основанные на использовании дисконтных методов расчета, являются преобладающими. Они обязательно должны рассчитываться по всем средним и крупным реальным инвестиционным проектам, реализация которых носит долгосрочный характер. Показатели, основанные на использовании статических методов расчета, применяются, как правило, для оценки эффективности небольших краткосрочных реальных инвестиционных проектов.

Рассмотрим более подробно методику расчета и условия использования основных показателей оценки эффективности реальных инвестиционных проектов.

1. **Чистый приведенный доход [net present value, NPV]** позволяет получить наиболее обобщенную характеристику результата инвестирования, т.е. его конечный эффект в абсолютной сумме. Под чистым приведенным доходом понимается разница между приведенными к настоящей стоимости суммой чистого денежного потока за период эксплуатации инвестиционного проекта и суммой инвестиционных затрат на его реализацию. Расчет этого показателя при единовременном осуществлении инвестиционных затрат осуществляется по формуле:

$$\text{ЧПД}_E = \sum_{i=1}^n \frac{\text{ЧДП}_i}{(1+i)^i} - \text{ИЗ}_E,$$

где ЧПД_E — сумма чистого приведенного дохода по инвестиционному проекту при единовременном осуществлении инвестиционных затрат;

ЧДП_i — сумма чистого денежного потока по отдельным интервалам общего периода эксплуатации инвестиционного проекта (если полный период эксплуатации инвестиционного проекта определить сложно, его принимают в расчетах в размере 5 лет);

ИЗ_E — сумма единовременных инвестиционных затрат на реализацию инвестиционного проекта.

i — используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — число интервалов в общем расчетном периоде *t*.

Пример: Предприятие располагает двумя альтернативными вариантами инвестиционных проектов — проектом “А” и проектом “Б”. Для оценки эффективности этих проектов необходимо определить ожидаемую сумму чистого приведенного дохода по ним. Данные, характеризующие эти проекты, приведены в табл. 12.1.

Таблица 12.1.
**Данные инвестиционных проектов, необходимые для
расчета показателя чистого приведенного дохода**

Показатели	Инвестиционные проекты	
	“А”	“Б”
1. Объем инвестируемых средств, долл. США	7000	6700
2. Период эксплуатации инвестиционного проекта, лет	2	4
3. Сумма чистого денежного потока всего, долл. США, в т.ч.	10 000	11 000
1-й год	6 000	2 000
2-й год	4 000	3 000
3-й год	—	3 000
4-й год	—	3 000

Для дисконтирования сумм денежного потока проекта “А” ставка процента принята в размере 10%, а проекта “Б” — 12% (в связи с более продолжительным сроком его реализации). Результаты дисконтирования денежного потока приведены в табл. 12.2.

С учетом рассчитанной настоящей стоимости чистых денежных потоков определим чистый приведенный доход. По первому инвестиционному проекту он составит: $8758 - 7000 = 1758$ долл. США.

По второму инвестиционному проекту он составит:
 8221 – 6700 = 1521 долл. США.

Таблица 10.2.

**Расчет настоящей стоимости чистых денежных потоков
 по инвестиционным проектам**

Годы	Инвестиционные проекты					
	“А”			“Б”		
	Будущая стоимость	Дисконтный множитель при ставке 10%	Настоящая стоимость	Будущая стоимость	Дисконтный множитель при ставке 10%	Настоящая стоимость
1-й год	6000	0,909	5454	2000	0,893	1786
2-й год	4000	0,826	3304	3000	0,797	2391
3-й год	—	—	—	3000	0,712	2135
4-й год	—	—	—	3000	0,636	1908
Итого	10000	—	8758	11000	—	8221

Таким образом сравнение показателей чистого приведенного дохода по рассматриваемым инвестиционным проектам показывает, что проект “А” является более эффективным, чем проект “Б” (хотя по проекту “А” сумма инвестируемых средств больше, а их отдача в виде будущего денежного потока меньше, чем по проекту “Б”).

Если инвестиционные затраты, связанные с предстоящей реализацией инвестиционного проекта, осуществляются в несколько этапов, расчет показателя чистого приведенного дохода производится по следующей формуле:

$$\text{ЧПД}_M = \sum_{t=1}^n \frac{\text{ЧДП}_t}{(1+i)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{\text{ИЗ}_t}{(1+i)^t},$$

где ЧПД_M — сумма чистого приведенного дохода по инвестиционному проекту при многократном осуществлении инвестиционных затрат;

ЧПД_t — сумма чистого денежного потока по отдельным интервалам общего периода эксплуатации инвестиционного проекта;

$ИЗ_t$ — сумма инвестиционных затрат по отдельным интервалам общего периода реализации инвестиционного проекта;

i — используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — число интервалов в общем расчетном периоде t .

Характеризуя показатель “чистый приведенный доход” следует отметить, что он может быть использован не только для сравнительной оценки эффективности реальных инвестиционных проектов, но и как критерий целесообразности их реализации. Независимый инвестиционный проект, по которому показатель чистого приведенного дохода является отрицательной величиной или равен нулю, должен быть отвергнут, так как он не принесет предприятию дополнительный доход на вложенный капитал. Независимые инвестиционные проекты с положительным значением показателя чистого приведенного дохода позволяют увеличить капитал предприятия и его рыночную стоимость. Из системы взаимоисключающих инвестиционных проектов принимается тот из них, по которому значение показателя чистого приведенного дохода является наивысшим.

2. Индекс (коэффициент) доходности также позволяет соотнести объем инвестиционных затрат с предстоящим чистым денежным потоком по проекту. Расчет такого показателя при единовременных инвестиционных затратах по реальному проекту осуществляется по следующей формуле:

$$ИД_E = \sum_{t=1}^n \frac{ЧДП_t}{(1+i)^t} / ИЗ_E,$$

где $ИД_E$ — индекс (коэффициент) доходности по инвестиционному проекту при единовременном осуществлении инвестиционных затрат;

$ЧДП_t$ — сумма чистого денежного потока по отдельным интервалам общего периода эксплуатации инвестиционного проекта;

$ИЗ_E$ — сумма единовременных инвестиционных затрат на реализацию инвестиционного проекта;

i — используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — число интервалов в общем расчетном периоде t .

Пример: Используя данные по рассмотренным ранее двум инвестиционным проектам, определим индекс доходности по ним. По проекту "А" индекс

доходности составит: $\frac{8758}{7000} = 1,25$. По проекту

"Б" индекс доходности составит: $\frac{8221}{6700} = 1,23$.

Сравнение инвестиционных проектов по показателю "индекс доходности" показывает, что проект "А" является более эффективным.

Если инвестиционные затраты, связанные с предстоящей реализацией инвестиционного проекта, осуществляются в несколько этапов, расчет индекса (коэффициента) доходности производится по следующей формуле:

$$\text{ИД}_M = \sum_{t=1}^n \frac{\text{ЧДП}_t}{(1+i)^n} / \sum_{t=1}^n \frac{\text{ИЗ}_t}{(1+i)^n},$$

где ИД_M — индекс (коэффициент) доходности по инвестиционному проекту при многократном осуществлении инвестиционных затрат;

ЧДП_t — сумма чистого денежного потока по отдельным интервалам общего периода эксплуатации инвестиционного проекта;

ИЗ_t — сумма инвестиционных затрат по отдельным интервалам общего эксплуатационного периода;

i — используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — число интервалов в общем расчетном периоде t .

Показатель "индекс доходности" также может быть использован не только для сравнительной оценки, но и в качестве критериального при принятии инвестиционного решения о возможностях реализации проекта. Если значение индекса доходности меньше единицы или равно ей, независимый инвестиционный проект должен быть отвергнут в связи с тем, что он не принесет дополнительный доход на инвестированные средства. Иными

словами, для реализации могут быть приняты реальные инвестиционные проекты только со значением показателя индекса доходности выше единицы. По взаимноисключающим инвестиционным проектам по этому критерию выбирается тот из них, по которому индекс доходности является наивысшим.

3. Индекс (коэффициент) рентабельности в процессе оценки эффективности инвестиционного проекта может играть лишь вспомогательную роль, так как не позволяет в полной мере оценить весь возвратный инвестиционный поток по проекту (значительную часть этого потока составляют амортизационные отчисления) и не соизмеряет анализируемые показатели во времени. Расчет этого показателя осуществляется по формуле:

$$ИР_n = \frac{ЧП_n}{ИЗ},$$

где $ИР_n$ — индекс рентабельности по инвестиционному проекту;

$ЧП_n$ — среднегодовая сумма чистой инвестиционной прибыли за период эксплуатации проекта;

$ИЗ$ — сумма инвестиционных затрат на реализацию инвестиционного проекта.

Показатель “индекс рентабельности” позволяет вычлени в совокупном чистом денежном потоке важнейшую его составляющую — сумму инвестиционной прибыли. Кроме того, он позволяет осуществить сравнительную оценку уровня рентабельности инвестиционной и операционной деятельности (если инвестиционные ресурсы сформированы за счет собственных и заемных средств, индекс рентабельности инвестиций сравнивается с коэффициентом рентабельности активов; если же инвестиционные ресурсы сформированы исключительно за счет собственных финансовых средств, то базой сравнения выступает коэффициент рентабельности собственного капитала). Результаты сравнения позволяют определить: даст ли возможность реализация инвестиционного проекта повысить общий уровень эффективности операционной деятельности предприятия в предстоящем периоде или снизит его, что также является одним из критериев принятия инвестиционного решения.

4. Период окупаемости является одним из наиболее распространенных и понятных показателей оценки эффективности инвестиционного проекта. Расчет этого показателя может быть произведен двумя методами — статичным (бухгалтерским) и дисконтным.

Недисконтированный показатель периода окупаемости, определяемый статичным методом, рассчитывается по следующей формуле:

$$ПО_{\text{н}} = \frac{ИЗ}{ЧДП_{\text{г}}},$$

где $ПО_{\text{н}}$ — недисконтированный период окупаемости инвестиционных затрат по проекту;

$ИЗ$ — сумма инвестиционных затрат на реализацию проекта;

$ЧДП_{\text{г}}$ — среднегодовая сумма чистого денежного потока за период эксплуатации проекта (при краткосрочных реальных вложениях этот показатель рассчитывается как среднемесячный).

Соответственно дисконтированный показатель периода окупаемости определяется по следующей формуле:

$$ПО_{\text{д}} = ИЗ_{\text{Е}} / \sum_{t=1}^n \frac{ЧДП_t}{(1+i)^n \times t},$$

где $ПО_{\text{д}}$ — дисконтированный период окупаемости единовременных инвестиционных затрат по проекту;

$ИЗ_{\text{Е}}$ — сумма единовременных инвестиционных затрат на реализацию инвестиционного проекта;

$ЧДП_t$ — сумма чистого денежного потока по отдельным интервалам общего периода эксплуатации инвестиционного проекта;

i — используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — число интервалов (лет, месяцев) в общем расчетном периоде t ;

t — общий расчетный период эксплуатации проекта (лет, месяцев).

Пример: Используя данные по рассмотренным ранее инвестиционным проектам, определим период окупаемости по ним. Для этого в первую очередь определим среднегодовую сумму чистого денежного

потока в настоящей стоимости. По проекту "А" она составит: $\frac{8758}{2} = 4379$ долл. США, а по проекту "Б" — соответственно: $\frac{8221}{4} = 2055$ долл. США. С учетом среднегодовой стоимости чистого денежного потока период окупаемости по проекту "А" составит: $\frac{7000}{4379} = 1,6$ года, а по проекту "Б": $\frac{6700}{2055} = 3,3$ года.

Сравнение инвестиционных проектов по показателю "период окупаемости" свидетельствует о существенных преимуществах проекта "А" перед проектом "Б" (при сравнении проектов по показателям "чистый приведенный доход" и "индекс доходности" эти преимущества были менее заметными).

Показатель "периода окупаемости" используется обычно для сравнительной оценки эффективности проектов, но может быть принят и как критериальный (в этом случае инвестиционные проекты с более высоким периодом окупаемости будут предприятием отвергаться). Основным недостатком этого показателя является то, что он не учитывает те чистые денежные потоки, которые формируются после периода окупаемости инвестиционных затрат (см. рис. 12.5). Так, по инвестиционным



Рисунок 12.5. График формирования чистого денежного потока по реальному инвестиционному проекту в течение его полного жизненного цикла

проектам с длительным сроком эксплуатации после периода их окупаемости может быть получена гораздо большая сумма чистого денежного потока, чем по инвестиционным проектам с коротким сроком эксплуатации (при аналогичном и даже более быстром периоде окупаемости последних).

5. Внутренняя ставка доходности является наиболее сложным показателем оценки эффективности реальных инвестиционных проектов. Она характеризует уровень доходности конкретного инвестиционного проекта, выражаемый дисконтной ставкой, по которой будущая стоимость чистого денежного потока приводится к настоящей стоимости инвестиционных затрат. Внутреннюю ставку доходности можно охарактеризовать и как дисконтную ставку, по которой чистый приведенный доход в процессе дисконтирования будет приведен к нулю (т.е. $ВСД = i$, при которой $ЧПД = 0$). Расчет этого показателя осуществляется исходя из следующей формулы:

$$\sum_{t=1}^n \frac{ЧДП_t}{(1+ВСД)^t} = 0,$$

где $ВСД$ — внутренняя ставка доходности по инвестиционному проекту, выраженная десятичной дробью;

$ЧДП_t$ — сумма чистого денежного потока по отдельным интервалам общего периода эксплуатации инвестиционного проекта;

n — число интервалов в общем расчетном периоде t .

При расчете показателя внутренней ставки доходности предполагается полная капитализация всей суммы чистого денежного потока с предстоящим уровнем доходности, равному этому показателю.

Значение $ВСД$ может быть определено по специальным таблицам инвестиционных вычислений.

Пример: Используя данные по рассмотренным ранее инвестиционным проектам, определим по ним внутреннюю ставку доходности. По проекту "А" нам необходимо найти размер дисконтной ставки, по которой настоящая стоимость денежного по-

тока (8758 долл. США) за 2 года будет приведена к сумме инвестируемых средств (7000 долл. США). Размер этой ставки составляет 11,9%, который и представляет собой внутреннюю ставку доходности данного проекта. По проекту "Б" необходимо соответственно найти размер дисконтной ставки, по которой настоящая стоимость денежного потока (8221 долл. США) за 4 года будет приведена к сумме инвестируемых средств (6700 долл. США). Размер этой ставки составляет 5,2%, которая также представляет собой внутреннюю ставку доходности данного проекта. Сопоставляя показатели внутренней ставки доходности, мы видим, что по проекту "А" она более чем вдвое выше, чем по проекту "Б", что свидетельствует о существенных преимуществах проекта "А" при его оценке по этому показателю.

Показатель внутренней ставки доходности приемлем для сравнительной оценки не только в рамках рассматриваемых инвестиционных проектов, но и в более широком диапазоне (например, в сравнении с коэффициентом рентабельности операционных активов, коэффициентом рентабельности собственного капитала, уровнем доходности по альтернативным видам инвестирования — депозитным вкладам, приобретению государственных облигаций и т.п.). На каждом предприятии может быть установлен в качестве целевого норматива показатель "минимальная внутренняя ставка доходности" и инвестиционные проекты с более низким его значением будут автоматически отклоняться как несоответствующие требованиям эффективности реального инвестирования.

Все рассмотренные показатели оценки эффективности реальных инвестиционных проектов находятся между собой в тесной взаимосвязи и позволяют оценить эту эффективность с различных сторон. Поэтому при оценке эффективности реальных инвестиционных проектов предприятия их следует рассматривать в комплексе.

Если предприятие располагает рядом альтернативных реальных инвестиционных проектов, то по результатам оценки их эффективности разрабатывается сравнительная таблица, форма которой приведена в табл. 12.3.

**Сравнительная таблица основных показателей эффективности
рассматриваемых реальных инвестиционных проектов**

[illegible]

При составлении сравнительной таблицы значения отдельных показателей эффективности приводятся в сопоставимых для всех проектов единицах измерения, а ранговая значимость показателей формируется на регрессионной основе (т.е. наименьшая ранговая значимость — “единица” — присваивается проекту с наилучшим значением рассматриваемого показателя оценки эффективности).

Обобщенная сравнительная оценка альтернативных инвестиционных проектов по критерию эффективности осуществляется двумя способами:

- а) на основе суммированной ранговой значимости всех рассматриваемых показателей (лучшими по этому критерию считаются проекты с наименьшей суммой рангов);
- б) на основе отдельных из рассмотренных показателей, которые являются для предприятия приоритетными.

12.3. ОЦЕНКА РИСКОВ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Реальное инвестирование во всех его формах сопряжено с многочисленными рисками, степень влияния которых на его результаты существенно возрастает с переходом к рыночной экономике. Возрастание этого влияния связано с высокой изменчивостью экономической ситуации в стране, колеблемостью конъюнктуры инвестиционного рынка, появлением новых для нашей практики видов реальных инвестиционных проектов и форм их финансирования. Основу интегрированного риска реального инвестирования предприятия составляют так называемые проектные риски, т.е. риски, связанные с осуществлением реальных инвестиционных проектов предприятия. В системе показателей оценки таких проектов уровень риска занимает третье по значимости место, дополняя такие его показатели, как объем инвестиционных затрат и уровень чистой инвестиционной прибыли (чистого денежного потока).

Под риском реального инвестиционного проекта (проектным риском) понимается вероятность возникновения неблагоприятных финансовых последствий в форме потерн ожидаемого инвестиционного дохода в ситуации неопределенности условий его осуществления.

Проектные риски предприятия характеризуются большим многообразием и в целях осуществления эффективного управления ими классифицируются по следующим основным признакам (рис. 12.6):

КЛАССИФИКАЦИЯ ПРОЕКТНЫХ РИСКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ	
по видам	• Основные виды проектных рисков предприятия рассматриваются ниже
по этапам осуществления проекта	• Проектные риски прединвестиционного этапа • Проектные риски инвестиционного этапа • Проектные риски постинвестиционного этапа
по комплексности исследования	• Простой проектный риск • Сложный проектный риск
по источникам возникновения	• Внешний или систематический риск • Внутренний или несистематический риск
по финансовым последствиям	• Риск, влекущий только экономические потери • Риск, влекущий упущенную выгоду • Риск, влекущий как экономические потери, так и дополнительные доходы
по характеру проявления во времени	• Постоянный проектный риск • Временный проектный риск
по уровню финансовых потерь	• Допустимый проектный риск • Критический проектный риск • Катастрофический проектный риск
по возможности предвидения	• Прогнозируемый проектный риск • Непрогнозируемый проектный риск
по возможности страхования	• Страхуемый проектный риск • Нестрахуемый проектный риск

Рисунок 12.6. Классификация рисков реальных инвестиционных проектов предприятия по основным признакам

1. По видам. Этот классификационный признак проектных рисков является основным параметром их дифференциации в процессе управления. Характеристика конкретного вида риска одновременно дает представление о генерирующем его факторе, что позволяет “привязать” оценку степени вероятности возникновения и размера возможных финансовых потерь по данному виду проектного риска к динамике соответствующего фактора. Видовое разнообразие проектных рисков в классификационной их системе представлено в наиболее широком диапазоне. При этом следует отметить, что появление новых проектных и строительных технологий, использование новых инвестиционных товаров и другие инновационные факторы будут соответственно порождать и новые виды проектных рисков.

В современных условиях к числу основных видов проектных рисков предприятия относятся следующие (рис. 12.7).



Рисунок 12.7. Характеристика основных видов проектных рисков предприятия.

• **Риск снижения финансовой устойчивости (или риск нарушения равновесия финансового развития) предприятия.** Этот риск генерируется несовершенством структуры инвестируемого капитала (чрезмерной долей используемых заемных средств), порождающим несбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков предприятия по реализуемым проектам. В составе проектных рисков по степени опасности (генерирования угрозы банкротства предприятия) этот вид риска играет ведущую роль.

• **Риск неплатежеспособности (или риск несбалансированной ликвидности) предприятия.** Этот риск генерируется снижением уровня ликвидности оборотных активов, порождающим разбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков по инвестиционному проекту во времени. По своим финансовым последствиям этот вид риска также относится к числу наиболее опасных.

• **Риск проектирования.** Этот риск генерируется несовершенством подготовки бизнес-плана и проектных работ по объекту предполагаемого инвестирования, связанным с недостатком информации о внешней инвестиционной среде, неправильной оценкой параметров внутреннего инвестиционного потенциала, использованием устаревшей техники и технологии, оказывающим влияние на показатели его предстоящей доходности.

• **Строительный риск.** Этот риск генерируется выбором недостаточно квалифицированных подрядчиков, использованием устаревших строительных технологий и материалов, а также другими причинами, вызывающими существенное превышение предусмотренных сроков строительно-монтажных работ по инвестиционному проекту.

• **Маркетинговый риск.** Он характеризует возможность существенного снижения предусмотренного инвестиционным проектом объема реализации продукции, уровня цен и другими факторами, приводящими к уменьшению объема операционного дохода и прибыли на стадии эксплуатации проекта.

• **Риск финансирования проекта.** Этот вид риска связан с недостаточным общим объемом инвестиционных ресурсов, необходимых для реализации проекта; несвоевременным поступлением инвестиционных ресурсов из отдельных источников; возрастанием средневзвешенной

стоимости капитала, привлекаемого к инвестированию; несовершенством структуры источников формирования заемных финансовых средств.

• *Инфляционный риск.* В условиях инфляционной экономики он выделяется в самостоятельный вид проектных рисков. Этот вид риска характеризуется возможностью обесценения реальной стоимости капитала, а также ожидаемых доходов от осуществления инвестиционного проекта в условиях инфляции. Так как этот вид риска в современных условиях носит постоянный характер и сопровождает практически все финансовые операции по реализации реального инвестиционного проекта предприятия, в инвестиционном менеджменте ему уделяется постоянное внимание.

• *Процентный риск.* Он состоит в непредвиденном росте процентной ставки на финансовом рынке, приводящей к снижению уровня чистой прибыли по проекту. Причиной возникновения данного вида финансового риска (если элиминировать ранее рассмотренную инфляционную его составляющую) является изменение конъюнктуры инвестиционного рынка под воздействием государственного регулирования, рост или снижение предложения свободных денежных ресурсов и другие факторы.

• *Налоговой риск.* Этот вид проектного риска имеет ряд проявлений: вероятность введения новых видов налогов и сборов на осуществление отдельных аспектов инвестиционной деятельности; возможность увеличения уровня ставок действующих налогов и сборов; изменение сроков и условий осуществления отдельных налоговых платежей; вероятность отмены действующих налоговых льгот в сфере реального инвестирования предприятия. Являясь для предприятия непредсказуемым (об этом свидетельствует современная отечественная фискальная политика), он оказывает существенное воздействие на результаты реализации проекта.

• *Структурный операционный риск.* Этот вид риска генерируется неэффективным финансированием текущих затрат на стадии эксплуатации проекта, обуславливающим высокий удельный вес постоянных издержек в общей их сумме. Высокий коэффициент операционного левериджа при неблагоприятных изменениях конъюнктуры товарного рынка и снижении валового объема поло-

жительного денежного потока по операционной деятельности генерирует значительно более высокие темпы снижения суммы чистого денежного потока по инвестиционному проекту.

• *Криминогенный риск.* В сфере инвестиционной деятельности предприятий он проявляется в форме объявления его партнерами фиктивного банкротства; подделки документов, обеспечивающих незаконное присвоение сторонними лицами денежных и других активов, связанных с реализацией проекта; хищения отдельных видов активов собственным персоналом и другие. Значительные финансовые потери, которые в связи с этим несут предприятия на современном этапе при реализации инвестиционного проекта, обуславливают выделение криминогенного риска в самостоятельный вид проектных рисков.

• *Прочие виды рисков.* Группа прочих проектных рисков довольно обширна, но по вероятности возникновения или уровню финансовых потерь она не столь значима для предприятий, как рассмотренные выше. К ним относятся риски стихийных бедствий и другие аналогичные “форс-мажорные риски”, которые могут привести не только к потере предусматриваемого дохода, но и части активов предприятия (основных средств; запасов товарно-материальных ценностей); риск несвоевременного осуществления расчетно-кассовых операций при финансировании проекта (связанный с неудачным выбором обслуживающего коммерческого банка); и другие.

2. По этапам осуществления проекта выделяют следующие группы проектных рисков:

• *Проектные риски прединвестиционного этапа.* Эти риски связаны с выбором инвестиционной идеи, подготовкой бизнес-планов, рекомендуемых к использованию инвестиционных товаров, обоснованностью оценки основных результативных показателей проекта.

• *Проектные риски инвестиционного этапа.* В состав этой группы входят риски несвоевременного осуществления строительно-монтажных работ по проекту; неэффективный контроль за качеством этих работ; неэффективное финансирование проекта по стадиям его строительства; низкое ресурсное обеспечение выполняемых работ.

• *Проектные риски постинвестиционного (эксплуатационного) этапа.* Эта группа рисков связана с несвоевременным выходом производства на предусмотренную проектную мощность; недостаточным обеспечением производства необходимыми сырьем и материалами; неритмичной поставкой сырья и материалов; низкой квалификацией операционного персонала; недостатками в маркетинговой политике и т.п.

3. По комплексности исследования выделяют следующие группы рисков:

• *простой проектный риск.* Он характеризует вид проектного риска, который не расчленяется на отдельные его подвиды. Примером простого проектного риска является риск инфляционный;

• *сложный финансовый риск.* Он характеризует вид проектного риска, который состоит из комплекса рассматриваемых его подвидов. Примером сложного проектного риска является риск инвестиционного этапа проекта.

4. По источникам возникновения выделяют следующие группы проектных рисков:

• *внешний, систематический или рыночный риск* (все термины определяют этот риск как независящий от деятельности предприятия). Этот вид риска характерен для всех участников инвестиционной деятельности и всех видов операций реального инвестирования. Он возникает при смене отдельных стадий экономического цикла, изменении конъюнктуры инвестиционного рынка и в ряде других аналогичных случаев, на которые предприятие в процессе своей деятельности повлиять не может. К этой группе рисков могут быть отнесены инфляционный риск, процентный риск, налоговый риск;

• *внутренний, несистематический или специфический риск* (все термины определяют этот проектный риск как зависящий от деятельности конкретного предприятия). Он может быть связан с неквалифицированным инвестиционным менеджментом, неэффективной структурой активов и капитала, чрезмерной приверженностью к рисковым (агрессивным) инвестиционным операциям с высокой нормой прибыли, недооценкой хозяйственных партнеров и другими аналогичными факторами, отрицательные последствия которых в значительной мере можно

предотвратить за счет эффективного управления проектными рисками.

Деление проектных рисков на систематический и несистематический является одной из важных исходных предпосылок теории управления рисками.

5. По финансовым последствиям все риски подразделяются на такие группы:

- *риск, влекущий только экономические потери.* При этом виде риска финансовые последствия могут быть только отрицательными (потеря дохода или капитала);

- *риск, влекущий упущенную выгоду.* Он характеризует ситуацию, когда предприятие в силу сложившихся объективных и субъективных причин не может осуществить запланированную инвестиционную операцию (например, при снижении кредитного рейтинга предприятие не может получить необходимый кредит для формирования инвестиционных ресурсов);

- *риск, влекущий как экономические потери, так и дополнительные доходы.* В литературе этот вид финансового риска часто называется "спекулятивным риском", так как он связывается с осуществлением спекулятивных (агрессивных) инвестиционных операций (например, риск реализации реального инвестиционного проекта, доходность которого в эксплуатационной стадии может быть ниже или выше расчетного уровня).

6. По характеру проявления во времени выделяют две группы проектных рисков:

- *постоянный проектный риск.* Он характерен для всего периода осуществления инвестиционной операции и связан с действием постоянных факторов. Примером такого проектного риска является процентный риск.

- *временный проектный риск.* Он характеризует риск, носящий перманентный характер, возникающий лишь на отдельных этапах осуществления инвестиционного проекта. Примером такого вида финансового риска является риск неплатежеспособности эффективно функционирующего предприятия.

7. По уровню финансовых потерь проектные риски подразделяются на следующие группы:

- *допустимый проектный риск.* Он характеризует риск, финансовые потери по которому не превышают

расчетной суммы прибыли по осуществляемому инвестиционному проекту;

- *критический проектный риск*. Он характеризует риск, финансовые потери по которому не превышают расчетной суммы валового дохода по осуществляемому инвестиционному проекту;

- *катастрофический проектный риск*. Он характеризует риск, финансовые потери по которому определяются частичной или полной утратой собственного капитала (этот вид риска может сопровождаться утратой и заемного капитала).

8. По возможности предвидения проектные риски подразделяются на следующие две группы:

- *прогнозируемый проектный риск*. Он характеризует те виды рисков, которые связаны с циклическим развитием экономики, сменой стадий конъюнктуры финансового рынка, предсказуемым развитием конкуренции и т.п. Предсказуемость проектных рисков носит относительный характер, так как прогнозирование со 100%-ным результатом исключает рассматриваемое явление из категории рисков. Примером прогнозируемых проектных рисков являются инфляционный риск, процентный риск и некоторые другие их виды (естественно, речь идет о прогнозировании риска в краткосрочном периоде);

- *непрогнозируемый проектный риск*. Он характеризует виды проектных рисков, отличающихся полной непредсказуемостью проявления. Примером таких рисков выступают риски форс-мажорной группы, налоговый риск и некоторые другие.

Соответственно этому классификационному признаку проектные риски подразделяются также на *регулируемые* и *нерегулируемые* в рамках предприятия.

9. По возможности страхования проектные риски подразделяются также на две группы:

- *страхуемый проектный риск*. К ним относятся риски, которые могут быть переданы в порядке внешнего страхования соответствующим страховым организациям (в соответствии с номенклатурой проектных рисков, принимаемых ими к страхованию);

- *нестрахуемый проектный риск*. К ним относятся те их виды, по которым отсутствует предложение соответствующих страховых продуктов на страховом рынке.

Состав проектных рисков этих рассматриваемых двух групп очень подвижен и связан не только с возможностью их прогнозирования, но и с эффективностью осуществления отдельных видов страховых операций в конкретных экономических условиях при сложившихся формах государственного регулирования страховой деятельности.

Учитывая экономическую нестабильность развития страны, раннюю стадию жизненного цикла многих созданных в последнее десятилетие предприятий, а соответственно и преимущественно агрессивный менталитет их руководителей и финансовых менеджеров, можно констатировать, что принимаемые ими проектные риски отличаются большим разнообразием и достаточно высоким уровнем в сравнении с портфелем этих рисков у предприятий, функционирующих в странах с развитой рыночной экономикой.

С учетом классификации проектных рисков производится оценка их уровня, основу проведения которой составляет определение степени вероятности их возникновения и объема возможных финансовых потерь при наступлении рискового события. Оценка рисков реальных инвестиционных проектов осуществляется по следующим основным этапам (рис. 12.8.).

1. Идентификация отдельных видов рисков по реальному инвестиционному проекту. Процесс идентификации отдельных видов проектных рисков осуществляется по следующим трем стадиям:

На первой стадии в разрезе каждого реального инвестиционного проекта определяются присущие им внешние или систематические виды рисков. В связи со спецификой инвестиционной деятельности предприятия отдельные из рассмотренных в процессе классификации видов систематических проектных рисков из формируемого перечня исключаются.

На второй стадии определяется перечень внутренних или несистематических (специфических) проектных рисков, присущих отдельным реальным инвестиционным проектам.

На третьей стадии формируется предполагаемый общий портфель рисков, связанных с осуществлением

ЭТАПЫ ОЦЕНКИ РИСКОВ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

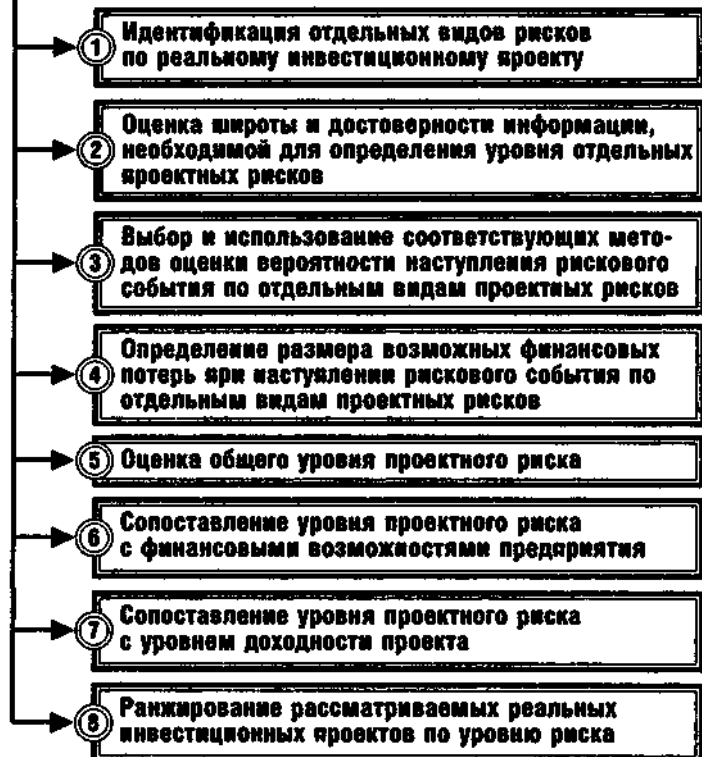


Рисунок 12.8. Основные этапы оценки рисков реальных инвестиционных проектов предприятия

реального инвестиционного проекта (включающий возможные систематические и несистематические проектные риски).

2. Оценка широты и достоверности информации, необходимой для определения уровня отдельных проектных рисков. Выбор методов оценки уровня проектных рисков, а также надежность ее результатов во многом определяются используемой в этих целях информационной базой. В процессе оценки качества этой информационной базы

проверяется ее полнота для характеристики отдельных видов проектных рисков; возможность построения необходимых рядов динамики (для оценки уровня рисков, проявляемых в динамике — инфляционного, процентного и т.п.) и требуемых группировок (при оценке статических видов рисков, например, риска проектирования, риска финансирования проекта и т.п.); возможность сопоставимой оценки сумм финансовых потерь в едином уровне цен; надежность источников информации (собственная информационная база, публикуемые статистические данные и т.п.). Следует иметь в виду, что недостаточная или некачественная информационная база, используемая в процессе оценки уровня проектных рисков, усиливает субъективизм такой оценки, а следовательно снижает эффективность всего дальнейшего процесса риск-менеджмента.

3. Выбор и использование соответствующих методов оценки вероятности наступления рискового события по отдельным видам проектных рисков. Система и содержание основных из этих методов оценки подробно рассмотрена ранее при характеристике методического инструментария инвестиционного менеджмента.

Вместе с тем, в проектном анализе широко используются и специальные методы оценки вероятности отдельных видов рисков. Наибольшее распространение получили следующие из них:

Анализ чувствительности проекта [project sensitivity analysis]. Сущность этого аналитического метода заключается в оценке влияния основных исходных параметров реального инвестиционного проекта на конечные показатели его эффективности. Варьируемыми исходными показателями проекта выступают обычно объем реализации продукции в натуральном выражении; уровень цен на продукцию; сумма инвестиционных затрат по видам и этапам осуществления; продолжительность осуществления проекта; ожидаемый уровень ставки процента; ожидаемый темп инфляции и т.п. Конечными показателями эффективности проекта принимаются обычно чистый приведенный доход; внутренняя ставка доходности или сумма чистой инвестиционной прибыли. Последовательно изменяя значение варьируемых исходных показателей, можно определить диапазон колебаний избранных

для оценки конечных показателей эффективности, а также критические значения исходных параметров проекта, которые ставят под сомнение целесообразность его осуществления. Чем больше диапазон колебаний исходных параметров проекта, при котором показатели его эффективности соответствуют избранным предприятием критериям, тем менее рисковым он считается по результатам анализа чувствительности.

Анализ сценариев проекта [project scenario analysis]. Этот аналитический метод позволяет оценить влияние на конечные показатели эффективности проекта одновременное изменение нескольких исходных его параметров, генерирующих возможные проектные риски. Основным преимуществом этого метода в сравнении с предшествующим является то, что все варьируемые исходные параметры проекта моделируются с учетом их взаимозависимости. В практике проектного анализа моделируются, как правило, три основных сценария осуществления реального инвестиционного проекта — пессимистический, реалистический и оптимистический, в основе которых лежит предполагаемое ухудшение или улучшение исходных параметров — объема реализации продукции, уровня цен на продукцию, ставки процента, темпа инфляции и т.п. Результаты анализа сценариев проекта позволяют определить условия его реализации, обеспечивающие достижение критериальных значений показателей его эффективности.

Метод имитационного моделирования, основу которого составляет метод Монте-Карло [Monte-Carlo simulation]. Этот метод позволяет наиболее полно учесть весь диапазон неопределенностей исходных значений параметров проекта, с которыми может столкнуться его предстоящее осуществление. Кроме того, путем изначально задаваемых ограничений требуемых показателей эффективности проекта можно наиболее широко использовать информационную базу проведения анализа проектных рисков. Таким образом, метод Монте-Карло позволяет получить интервальные значения показателей проектных рисков, в рамках которых возможна успешная реализация реального инвестиционного проекта. Этот метод требует надежной программной поддержки (одним из вариантов такого программного продукта является пакет "Risk

Master", широко используемый в практике инвестиционного менеджмента).

Метод "дерева решений" ["tree-decision" method]. Этот метод позволяет наиболее комплексно учесть риски реального инвестиционного проекта по отдельным последовательным этапам его осуществления. Экспертные оценки возможных сценариев вариации исходных параметров проекта при использовании этого метода являются более обоснованными, т.к. в этом случае они определяются не по проекту в целом, а в разрезе отдельных этапов его реализации и с учетом периода времени каждого из этапов. Вероятность неблагоприятного исхода в достижении заданных конечных показателей эффективности проекта и будет характеризовать меру его риска.

Методика оценки рисков реальных инвестиционных проектов на основе использования рассмотренных специальных методов подробно излагается в специальной литературе. В практике осуществления такой оценки следует учитывать также отраслевые и региональные факторы риска, используя в этих целях методику оценки инвестиционной привлекательности отраслей экономики и регионов страны.

Выбор конкретных методов оценки из рассмотренного их арсенала определяется следующими факторами:

- видом инвестиционного риска;
- полнотой и достоверностью информационной базы, сформированной для оценки уровня вероятности различных инвестиционных рисков;
- уровнем квалификации инвестиционных менеджеров (риск-менеджеров), осуществляющих оценку; степень их подготовленности к использованию современного математического и статистического аппарата проведения такой оценки;
- технической и программной оснащенностью инвестиционных менеджеров (риск-менеджеров), возможностью использования современных компьютерных технологий проведения такой оценки;
- возможностью привлечения к оценке сложных инвестиционных рисков квалифицированных экспертов и др.

4. Определение размера возможных финансовых потерь при наступлении рискового события по отдельным видам проектных рисков. Размер возможных финансовых

потерь определяется видом инвестиционных проектов, объемом задействованных в них активов (капитала) и максимальным уровнем амплитуды колеблемости инвестиционных доходов при соответствующих видах проектных рисков. На основе этого определения производится группировка намечаемых к реализации инвестиционных проектов по размеру возможных финансовых потерь.

В инвестиционном менеджменте используется следующая группировка проектов по зонам риска с позиций возможных финансовых потерь при наступлении рискованного случая (рис. 12.9.):

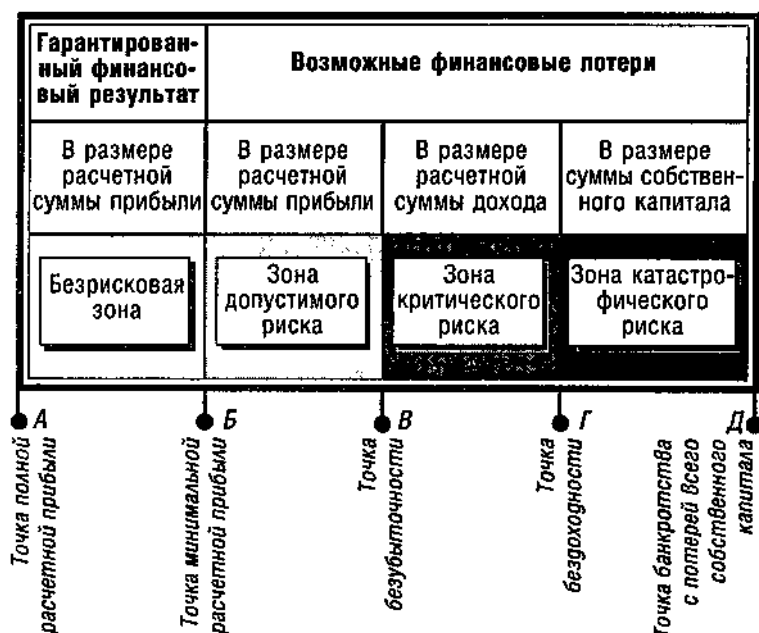


Рисунок 10.9. Характеристика различных зон проектных рисков

5. Оценка общего уровня проектного риска. Формирование комплексного показателя уровня риска всего проекта основывается на оценке всех видов индивидуальных рисков, генерируемых заданными в ней исходными параметрами и их возможной колеблемостью под воздействием внутренних и внешних факторов. Однако в комплексном показателе уровня риска проекта отдель-

ные индивидуальные риски могут частично взаимопогашаться, т.к. они оказывают противоположное воздействие на конечные показатели эффективности проекта. Поэтому комплексный показатель уровня риска может быть представлен не как сумма значений индивидуальных рисков, а как их функция, имеющая следующий вид:

$$УР_n = f(P_1; P_2; \dots P_n),$$

где $УР_n$ — общий уровень риска проекта;

$P_{1,2,\dots,n}$ — уровень отдельных видов риска, идентифицированных по проекту;

f — значение функции, обеспечивающее взаимопогашение отдельных видов проектных рисков в избранном показателе эффективности проекта.

Для оценки общего уровня риска используется обычно показатель колеблемости ожидаемой суммы чистой прибыли по инвестиционному проекту, позволяющий соотнести расчетный уровень риска с расчетным уровнем дохода. В качестве альтернативы могут быть использованы также показатели колеблемости суммы чистого приведенного дохода или внутренней ставки доходности по проекту.

В целях проведения сопоставимой оценки уровня риска по отдельным реальным инвестиционным проектам, колеблемость рассматриваемых конечных показателей их эффективности определяется в относительных показателях на основе расчета коэффициента вариации. Чем выше расчетное значение этого коэффициента по рассматриваемому проекту, тем соответственно выше общий уровень его риска. В инвестиционной практике используются следующие критерии общего уровня риска проекта по значениям коэффициента вариации избранного показателя конечной его эффективности:

- до 10% — низкий уровень проектного риска;
- от 11 до 25% — средний уровень проектного риска;
- свыше 25% — высокий уровень проектного риска.

8. Ранжирование рассматриваемых реальных инвестиционных проектов по уровню риска. Обобщенная сравнительная оценка альтернативных инвестиционных проектов по уровню риска осуществляется двумя способами:

а) на основе суммированной ранговой значимости коэффициента вариации по всем рассматриваемым конечным показателям эффективности проектов (лучшими по этому критерию считаются проекты с наименьшей суммой рангов);

б) на основе значений коэффициента вариации по тем конечным показателям эффективности проектов, которые являются для предприятия приоритетными.

12.4. ФОРМИРОВАНИЕ ПРОГРАММЫ 12.4. РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

На основе всесторонней оценки каждого из рассматриваемых реальных инвестиционных проектов осуществляется их окончательный отбор в формируемую предприятием инвестиционную программу.

Процесс формирования программы реальных инвестиций предприятия основывается на следующих важнейших принципах (рис. 12.10):

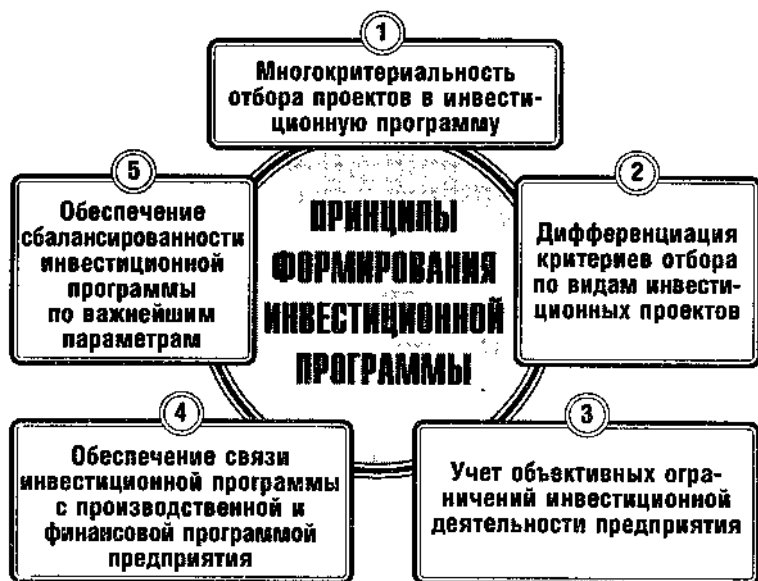


Рисунок 12.10. Основные принципы формирования программы реальных инвестиций предприятия.

1. Многокритериальность отбора проектов в инвестиционную программу. Этот принцип позволяет учесть в процессе формирования инвестиционной программы всю систему целей инвестиционной стратегии предприятия, а также характер задач инвестиционной деятельности, возникающих под влиянием изменений внешних и внутренних факторов ее осуществления в среднесрочном периоде. Принцип многокритериальности отбора проектов в инвестиционную программу основан на ранжировании целей (задач) инвестиционной деятельности по их значимости, выделении главного целевого показателя в качестве основного критерия отбора инвестиционных проектов и использовании отдельных целевых показателей как системы соответствующих ограничений в процессе осуществления их отбора.

2. Дифференциация критериев отбора по видам инвестиционных проектов. Такая дифференциация критериев осуществляется в разрезе конкретных форм реального инвестирования по независимым, взаимосвязанным и взаимоисключающим инвестиционным проектам.

3. Учет объективных ограничений инвестиционной деятельности предприятия. При формировании программы реальных инвестиций основными из объективных ограничений инвестиционной деятельности предприятия, требующими учета, являются: предусматриваемые объемы инвестиционной деятельности в соответствии с инвестиционной стратегией; направления и формы отраслевой и региональной диверсификации инвестиционной деятельности; потенциал формирования собственных инвестиционных ресурсов; возможности привлечения заемного капитала к финансированию отдельных инвестиционных проектов; основные государственные нормативные требования к реализации инвестиционных проектов.

4. Обеспечение связи инвестиционной программы с производственной и финансовой программой предприятия. Инвестиционная деятельность предприятия осуществляется в неразрывной связи с операционной и финансовой его деятельностью. Эта связь обеспечивается комплексным формированием денежных потоков по рассматриваемым видам деятельности предприятия в рамках кон-

кретных временных периодов. Так, реализация каждого инвестиционного проекта и инвестиционной программы в целом должна быть обеспечена соответствующим финансированием, синхронизированным с ней во времени. Возвратный поток инвестированного капитала, обеспечивающий предусматриваемую эффективность каждого инвестиционного проекта и инвестиционной программы в целом должен быть обеспечен выпуском и реализацией соответствующей продукции в запланированных объемах и сроках. Поэтому в процессе формирования инвестиционной программы необходимо синхронизировать ее основные параметры с соответствующими параметрами производственной и финансовой программ развития предприятия.

5. Обеспечение сбалансированности инвестиционной программы по важнейшим параметрам. Внутренняя сбалансированность инвестиционной программы предприятия обеспечивается, прежде всего, эффективным соотношением таких важнейших ее параметров как уровень доходности, риска и ликвидности. Такое соотношение параметров инвестиционной программы в целом определяется по шкале "доходность — риск" и "доходность — ликвидность" с учетом избранной инвестиционной идеологии (агрессивной, умеренной или консервативной). В процессе обеспечения сбалансированности инвестиционной программы по рассматриваемым параметрам должны быть изысканы резервы снижения уровня риска и повышения уровня ликвидности при заданном значении уровня ее доходности.

С учетом рассмотренных основных принципов формирование программы реальных инвестиций предприятия осуществляется по следующим основным этапам (рис. 12.11.).

1. Выбор главного критерия отбора проектов в инвестиционную программу предприятия. Так как основной целью инвестиционного менеджмента является обеспечение максимального благосостояния собственников предприятия, достигаемое за счет роста его рыночной стоимости, главный критерий отбора проектов должен быть связан с показателями их эффективности, отражающими темп или объем прироста капитала в процессе инвестиционной деятельности. В практике инвестицион-

ЭТАПЫ ФОРМИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРОГРАММЫ ПРЕДПРИЯТИЯ

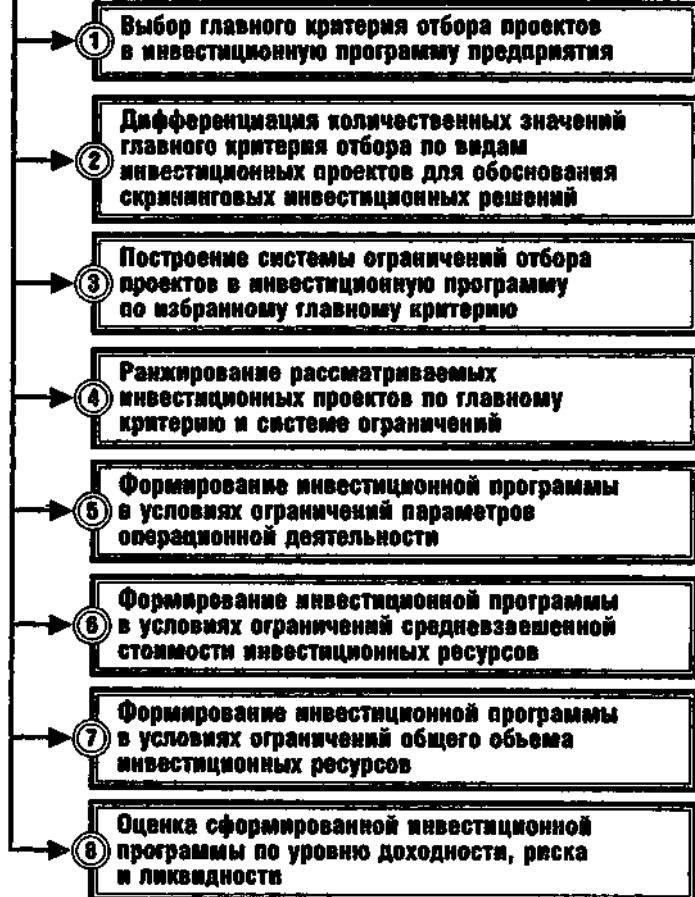


Рисунок 12.11. Основные этапы формирования программы реальных инвестиций предприятия.

ного менеджмента такое предпочтение отдается обычно показателю чистого приведенного дохода (иногда в этих целях используется также показатель внутренней

ставки доходности). Выбор в качестве главного критерия отбора проектов в инвестиционную программу предприятия показателя чистого приведенного дохода связан с тем, что он дает наиболее наглядное представление о возможностях прироста собственного капитала (а соответственно и рыночной стоимости предприятия) как в абсолютном, так и в относительном выражении.

2. Дифференциация количественных значений главного критерия отбора по видам инвестиционных проектов для обоснования скрининговых инвестиционных решений. В целях осуществления отбора инвестиционных проектов по избранному главному критерию, он должен иметь определенное количественное значение. В практике инвестиционного менеджмента это количественное значение главного критериального показателя отбора дифференцируется обычно по формам осуществления реальных инвестиций (проекты, обеспечивающие разные формы реального инвестирования могут иметь различные количественные значения главного критериального показателя), а также по характеру самих проектов. В частности, дифференциация количественных значений главного критерия отбора производится по независимым, взаимосвязанным и взаимоисключающим инвестиционным проектам.

По независимым инвестиционным проектам количественным значением главного критерия отбора выступает обычно целевой стратегический норматив эффективности инвестиционной деятельности (целевой норматив одного из показателей оценки эффективности инвестиционных проектов при их отборе).

По взаимозависимым инвестиционным проектам аналогичный критерий принимается не по каждому конкретному инвестиционному проекту, а по всему взаимосвязанному их комплексу.

По взаимоисключающим инвестиционным проектам отбор осуществляется по наивысшим значениям избранного главного критериального показателя (на основе сравнительной его оценки).

Дифференциация количественных значений главного критерия отбора позволяет обосновывать "скрининговые инвестиционные решения" на первом этапе формирования программы реальных инвестиций. Под этим термином понимается отсев из общего множества

рассматриваемых инвестиционных проектов тех из них, которые не соответствуют количественному значению главного критерия их отбора в инвестиционную программу предприятия.

3. Построение системы ограничений отбора проектов в инвестиционную программу по избранному главному критерию. Система ограничений, устанавливаемая в процессе отбора реальных инвестиционных проектов в формируемую инвестиционную программу предприятия, включает обычно основные и вспомогательные нормативные показатели.

В качестве *основных ограничивающих нормативных показателей* устанавливаются обычно следующие:

- один из альтернативных показателей эффективности проекта (например, при главном критериальном показателе — чистый приведенный доход, ограничивающими показателями эффективности могут быть избраны: минимальная внутренняя ставка доходности или максимальный дисконтированный период окупаемости проекта);

- максимально допустимый уровень общего риска проекта;

- максимально допустимый период или минимальный коэффициент ликвидности инвестиций.

В качестве *вспомогательных ограничивающих нормативных показателей* могут быть использованы следующие:

- уровень готовности инвестиционного проекта к реализации (наличие заверщенного бизнес-плана; завершенность проектных работ; апробированность схем финансирования проекта и т.п.);

- предполагаемый период осуществления инвестиционной стадии проекта (до его выхода на эксплуатационную стадию и начала формирования возвратного денежного потока);

- уровень реализуемости проекта (по экономическим, технико-технологическим, экономическим и другим параметрам);

- инновационный уровень проекта (его соответствие последним достижениям технологического прогресса);

- возможность диверсификации риска инвестиционной программы предприятия за счет отраслевой или региональной направленности проекта;

- синхронность формирования предусматриваемых денежных потоков по реализации инвестиционного проекта и его финансированию из различных источников;
- возможность отсрочки реализации инвестиционного проекта без существенного ущерба для реализации стратегических целей развития предприятия.

Построение системы ограничений отбора проектов позволяет углубить обоснование скрининговых инвестиционных решений в процессе формирования программы реальных инвестиций предприятия.

4. Ранжирование рассматриваемых инвестиционных проектов по главному критерию и системе ограничений. Процесс такого ранжирования состоит из нескольких этапов.

На первом этапе инвестиционные проекты после соответствующей скрининговой очистки ранжируются по избранному главному критерию их отбора в инвестиционную программу предприятия (методика такого ранжирования проектов по показателям оценки их эффективности рассмотрена ранее).

На втором этапе инвестиционные проекты, намеряемые к включению в программу реальных инвестиций предприятия ранжируются по каждому из показателей, включенных в систему ограничений их отбора (по методике, аналогичной ранжированию проектов по главному критерию их отбора).

На третьем этапе путем задания конкретной значимости каждого ограничения для инвестиционной деятельности предприятия отдельные ранговые значения инвестиционных проектов интегрируются в единый ранговый их показатель по всей системе ограничений. К установлению конкретной значимости ограничений могут быть привлечены эксперты.

На четвертом этапе ранжирование отдельных инвестиционных проектов по избранному главному критерию уточняется с учетом интегрального рангового их значения по системе ограничений.

5. Формирование инвестиционной программы в условиях ограничений параметров операционной деятельности. В практике инвестиционного менеджмента часто встречается ситуация, когда приоритетом инвестицион-

ной деятельности предприятия на отдельных этапах его стратегического развития выступает необходимость быстрого выхода на заданные объемы производства и реализации продукции (при стратегии ускоренного роста, стратегии ускоренной отраслевой или региональной диверсификации операционной деятельности и т.п.). В этом случае программа реальных инвестиций предприятия формируется по критерию отбора инвестиционных проектов на основе показателя производительности инвестируемого капитала (в этих целях ранжирование инвестиционных проектов осуществляется по показателю объема производства или реализации продукции на единицу инвестируемого капитала).

Для решения этой задачи разрабатывается специальная модель оптимизации инвестиционной программы предприятия при заданной производственной программе (заданном объеме прироста производства или реализации продукции). Исходными условиями построения такой модели являются:

- рассматриваемые инвестиционные проекты являются независимыми, т.е. исключают друг друга;
- к моменту формирования инвестиционной программы уже определен необходимый прирост производства (реализации) продукции в соответствии со стратегическими целями развития предприятия;
- в процессе предварительного рассмотрения инвестиционных проектов предприятия проведено их ранжирование по показателю объема производства (реализации) продукции на единицу инвестированного капитала (при соответствующей скрининговой их очистке по системе избранных ограничений).

Графически указанная модель формирования инвестиционной программы предприятия представлена на рис. 12.12.

Как видно из приведенного рисунка в условиях рассматриваемого ограничения инвестиционная программа предприятия может быть сформирована за счет инвестиционных проектов "А", "Б", "В", "Г" и "Д" (все остальные проекты по этому критерию должны быть отвергнуты). В этом случае заданный объем прироста операционной деятельности будет обеспечен при минимальной сумме инвестируемого капитала в реализацию проектов.

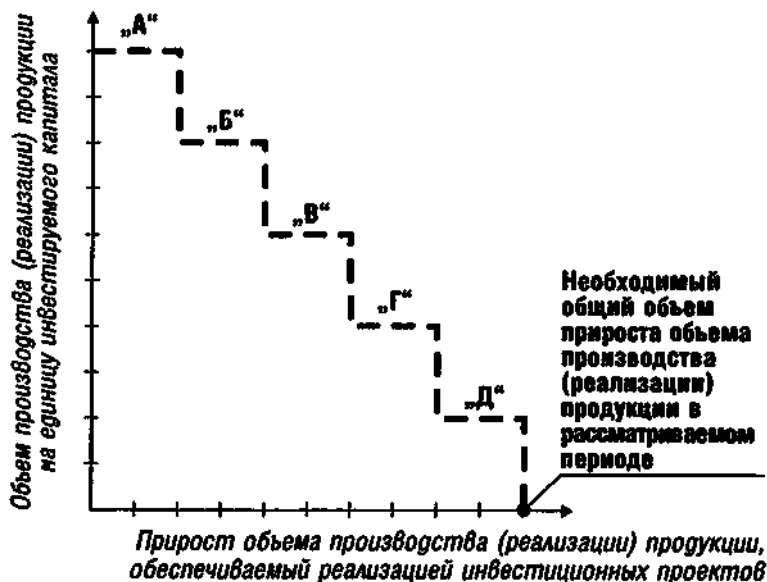


Рисунок 12.12. Графическая модель формирования инвестиционной программы предприятия в условиях ограничения параметров операционной деятельности

6. Формирование инвестиционной программы в условиях ограничений средневзвешенной стоимости инвестиционных ресурсов. Такая ситуация возникает в том случае, если реализация инвестиционных проектов связана с использованием заемного капитала, объем и стоимость привлечения которого возрастают при расширении объемов инвестиционной деятельности. Исходными условиями построения модели решения этой задачи являются:

- рассматриваемые инвестиционные проекты являются независимыми, т.е. не исключают друг друга;
- при формировании инвестиционной программы четко определены показатели предельной стоимости инвестиционных ресурсов (ПСИР) при увеличении объема дополнительного привлечения капитала;
- в процессе рассмотрения инвестиционных проектов предприятия произведено предварительное их ранжирование по показателю внутренней ставки доходности (ВСД), который в этих целях избирается как главный

критериальный показатель их отбора в инвестиционную программу (при соответствующей скрининговой их очистке по системе избранных ограничений).

Графически модель формирования инвестиционной программы в условиях ограничений средневзвешенной стоимости инвестиционных ресурсов представлена на рис. 12.13.

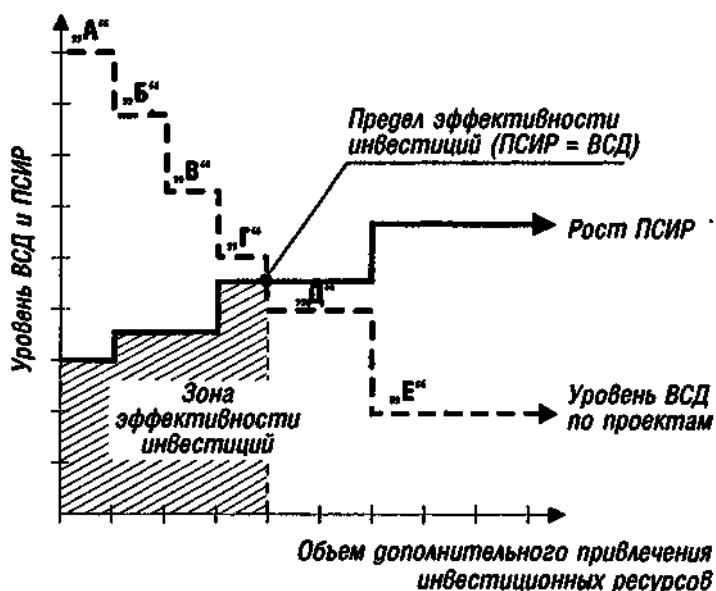


Рисунок 12.13. Графическая модель формирования инвестиционной программы предприятия в условиях ограничений средневзвешенной стоимости инвестиционных ресурсов

Как видно из результатов сопоставления, для реализации в системе формируемой инвестиционной программы предприятия могут быть приняты лишь инвестиционные проекты "А", "Б", "В" и "Г", уровень внутренней ставки доходности (ВСД) по которым превышает показатель предельной стоимости дополнительно привлекаемого для этого капитала (ПСИР). По этому же критерию оценки инвестиционные проекты "Д" и "Е" должны быть отвергнуты.

7. Формирование инвестиционной программы в условиях ограничений общего объема инвестиционных ресурсов. Такая ситуация возникает в том случае, если возможности формирования собственных инвестиционных ресурсов у предприятия ограничены, а объем заимствований капитала сверх определенных пределов может отрицательно отразиться на состоянии его финансовой устойчивости и платежеспособности. Исходные условия построения модели, решающей эту задачу, те же, что и в предыдущем случае. Они дополняются лишь общим объемом возможного привлечения предприятием инвестиционных ресурсов для реализации реальных проектов, включаемых в его инвестиционную программу.

Графически модель формирования инвестиционной программы предприятия в условиях ограничений общего объема инвестиционных ресурсов представлена на рис. 12.14.

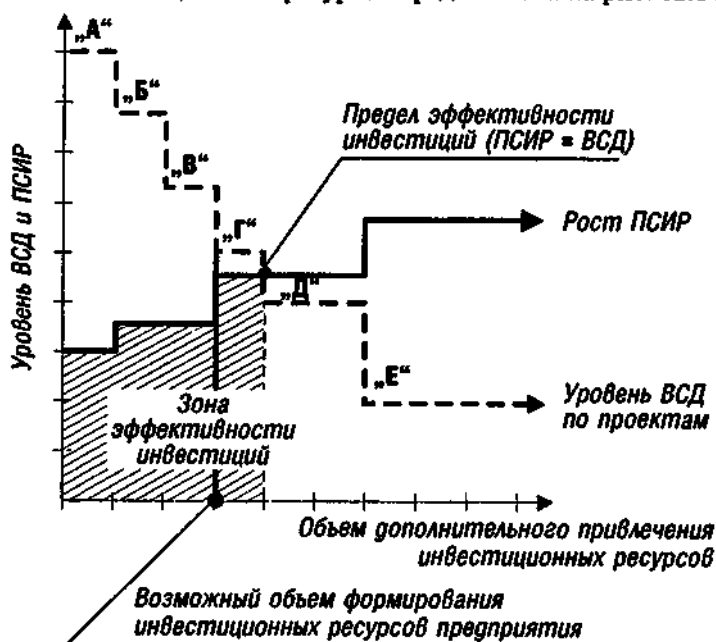


Рисунок 12.14. Графическая модель формирования инвестиционной программы предприятия в условиях ограничений общего объема инвестиционных ресурсов

Из приведенного рисунка видно, что в условиях рассматриваемого ограничения инвестиционная программа предприятия может быть сформирована за счет инвестиционных проектов "А", "Б" и "В" (все остальные проекты по этому критерию должны быть отвергнуты).

8. Оценка сформированной инвестиционной программы по уровню доходности, риска и ликвидности. Совокупная оценка сформированной инвестиционной программы предприятия по этим показателям позволяет оценить эффективность всей работы по ее формированию.

Уровень доходности инвестиционной программы определяется на основе общего показателя чистого приведенного дохода или чистой инвестиционной прибыли по всем включенным в нее инвестиционным проектам (рассчитанным в единой размерности времени).

Уровень риска инвестиционной программы определяется путем расчета коэффициента вариации по ней (по ожидаемому уровню варибельности показателей чистого денежного потока или чистой инвестиционной прибыли).

Уровень ликвидности инвестиционной программы определяется на основе средневзвешенного коэффициента ликвидности инвестиций по отдельным проектам (взвешенным на объем необходимых инвестиционных ресурсов по ним).

Окончательное формирование инвестиционной программы предприятия осуществляется с учетом всех трех ее параметров исходя из приоритетов, определяемых предприятием. Этот процесс характеризуется в инвестиционном менеджменте как обоснование "преферентивных инвестиционных решений". Под этим термином понимается окончательный отбор наиболее предпочтительных для предприятия инвестиционных проектов в его инвестиционную программу, обеспечивающую реализацию его инвестиционной стратегии.

Управление инвестиционными потоками предприятия связано не только с формированием инвестиционной программы, но и текущей ее корректировкой. Каждый инвестор, осуществляющий реальное инвестирование в целях своего развития должен стремиться к улучшению своей инвестиционной позиции путем объективной оценки

эффективности реализуемых инвестиционных проектов и своевременного реинвестирования капитала при наступлении неблагоприятных обстоятельств для осуществления отдельных проектов в их инвестиционной или постинвестиционной (эксплуатационной) стадиях.

Необходимость корректировки инвестиционной программы предприятия диктуется в современных условиях как минимум двумя существенными причинами. Первая из них связана с технологическим прогрессом, появлением на инвестиционном рынке более производительных инвестиционных товаров и более эффективных объектов вложения капитала. Естественно, что в условиях рыночной конкуренции инвестор будет стремиться к реконструкции своей инвестиционной программы за счет ротации отдельных инвестиционных проектов или товаров с целью повышения общей ее эффективности. Порядок его действий в этом случае аналогичен общим принципам формирования программы реальных инвестиций — исходя из целей инвестиционной стратегии и сопоставимой оценки эффективности, имеющихся и новых инвестиционных активов или проектов следует оптимизировать состав программы с учетом изменившихся обстоятельств. Вторая причина связана с существенным снижением ожидаемой эффективности отдельных реализуемых инвестиционных проектов в изменившихся условиях внешней инвестиционной среды или факторов внутреннего развития предприятия. В этом случае предприятию часто приходится принимать решения о “выходе” отдельных реальных проектов из инвестиционной программы.

Обоснование управленческих решений о “выходе” реальных проектов из инвестиционной программы предприятия представляет собой очень ответственный и сложный процесс. Повышенная ответственность принятия таких управленческих решений связана с тем, что они влекут за собой во многих случаях потерю не только ожидаемого инвестиционного дохода, но и части вложенного капитала. Сложность же принятия таких решений состоит в том, что они должны базироваться на глубоком анализе не только текущей конъюнктуры инвестиционного рынка, но и на прогнозе ее дальнейшего развития, так как снижение эффективности отдельных составных элементов инвестиционной программы может носить временный характер.

Повышенная ответственность и сложность принятия управленческих решений, связанных с "выходом" отдельных проектов из инвестиционной программы, определяют высокие требования к уровню квалификации инвестиционных менеджеров, принимающих такие решения. В крупных предприятиях реального сектора экономики, осуществляющих инвестиционную деятельность в большом объеме, разрабатываются специальные модели принятия таких решений, а также следующие процедуры их реализации.

1. Оценка эффективности реализации отдельных инвестиционных проектов предприятия осуществляется в процессе мониторинга осуществления каждого из них. Этот мониторинг охватывает обычно инвестиционную стадию реализации реального проекта, в процессе которого определяются показатели выполнения заданий календарного плана, капитального бюджета и других наблюдаемых параметров. С учетом отклонений фактических показателей реализации проекта на инвестиционной стадии от предусмотренных, просчитывается влияние отдельных негативных отклонений на конечные показатели эффективности и риска в предстоящей стадии его эксплуатации.

2. Установление причин, обусловивших снижение эффективности реализации отдельных инвестиционных проектов предприятия проводится, как правило, руководителями проектов и инвестиционными менеджерами (с привлечением в необходимых случаях независимых экспертов). К числу основных из этих причин относятся (рис. 12.15.).

1) значительное увеличение продолжительности строительства. Оно приводит, как правило, к перерасходу инвестиционных затрат, подвергает проект дополнительным рискам негативного воздействия факторов внешней среды, отдалает сроки получения инвестиционной прибыли;

2) существенное возрастание уровня цен на основные строительные материалы. В отдельные периоды (строительного сезона, снижения объема предложения на рынке и т.п.) рост цен на основные виды строительных материалов может существенно обгонять общий индекс инфляции. Если такой период совпадает с пиком строительного цикла осуществления инвестиционного проекта, эффективность его реализации существенно снизится ввиду возра-



Рисунок 12.15. Основные причины, вызывающие снижение эффективности реализации отдельных реальных инвестиционных проектов предприятия

стания объема инвестиционных затрат (при неизменности показателей ожидаемой инвестиционной прибыли);

3) *значительное возрастание стоимости выполнения строительно-монтажных работ.* Оно влечет за собой те же негативные последствия для эффективности реализуемого инвестиционного проекта, что и в предыдущем случае;

4) *ощутимое возрастание уровня конкуренции на рынке.* Оно может произойти за счет появления новых отечественных производителей аналогичной продукции или ее импорта. Это может вызвать снижение уровня цен на продукцию, прирост которой предприятие обеспечивает за счет реализации инвестиционного проекта. При неизменном уровне инвестиционных затрат это повлечет за собой снижение суммы и уровня расчетной инвестиционной прибыли в процессе последующей эксплуатации проекта;

5) *значительное возрастание ставки процента в связи с изменением конъюнктуры финансового рынка.* Оно вы-

зывает негативные экономические последствия по тем инвестиционным проектам, в составе инвестиционных ресурсов которых заемные источники финансирования занимают высокий удельный вес. Увеличивая рост инвестиционных затрат, оно приводит одновременно к возрастанию риска неплатежеспособности предприятия;

6) *недостаточно обоснованный подбор подрядчика (субподрядчиков) для реализации проекта.* Строительный опыт, технология осуществления строительно-монтажных работ, парк используемых механизмов подрядчика (субподрядчиков) могут не соответствовать особенностям реализации конкретного инвестиционного проекта. Это влечет за собой, как правило, увеличение продолжительности строительства, низкое качество работ (которое впоследствии отразится на эффективности эксплуатации объекта) и незапланированный перерасход планового объема инвестиционных затрат;

7) *существенное ужесточение системы налогообложения.* Оно приводит не только к снижению суммы чистой инвестиционной прибыли, но и вообще может "стимулировать" прекращение соответствующей инвестиционной деятельности.

3. Формирование системы критериев выхода реальных проектов из инвестиционной программы предприятия базируется на ранее рассмотренном главном критерии и ограничивающих условий отбора проектов в инвестиционную программу.

Основным критерием для принятия такого решения должно служить ожидаемое значение чистого приведенного дохода или внутренней ставки доходности по инвестиционному проекту в изменившихся условиях его реализации. Продолжение реализации инвестиционного проекта возможно лишь при соблюдении следующих требований:

а) чистый приведенный доход и продолжает оставаться положительной величиной;

б) внутренняя ставка доходности отвечает следующему неравенству:

$$ВСД > СП + П_p + П_l ,$$

где ВСД — рассматриваемое значение внутренней ставки доходности по инвестиционному проекту в изменившихся условиях его реализации;

СП — средняя ставка процента (учитывающая фактор инфляции) на финансовом рынке;

П_р — уровень премии за риск, связанный с осуществлением реального инвестирования в процентах;

П_л — уровень премии за ликвидность с учетом прогнозируемого увеличения продолжительности реализации инвестиционного проекта.

Наряду с основными критериями может быть использована и система дополнительных критериев принятия решения о выходе из программы. Такими критериями могут быть:

1. Возрастание продолжительности инвестиционного цикла до начала эффективной эксплуатации объекта (например, выше трех лет);

2. Увеличение продолжительности периода окупаемости инвестиций по проекту (например, выше пяти лет);

3. Снижение намеченного в бизнес-плане срока возможной эксплуатации объекта (например, более чем на 30%);

4. Снижение имиджа компании в силу ранее не учтенных обстоятельств, связанных с выбором и реализацией инвестиционного проекта и другие.

Численное значение вышеприведенных дополнительных критериев каждая компания устанавливает самостоятельно с учетом целей и особенностей своей инвестиционной деятельности.

4. Определение наиболее эффективных форм выхода реальных проектов из инвестиционной программы предприятия осуществляется в том случае, если по реализуемым проектам в силу отрицательного воздействия отдельных из вышеперечисленных (или других) факторов следует ожидать дальнейшее существенное снижение их эффективности. Основными из этих форм являются:

- отказ от реализации проекта до начала строительно-монтажных работ;

- продажа частично реализованного инвестиционного проекта в форме объекта незавершенного строительства;

- продажа инвестиционного объекта на стадии начала его эксплуатации в форме целостного имущественного комплекса;

- привлечение на любой стадии реализации инвестиционного проекта дополнительного стороннего паевого капитала с минимизацией своей доли паевого участия в инвестировании;

- акционирование инвестиционного проекта на любой стадии его реализации с минимизацией своей доли акционерного капитала в нем (если проект структурно может быть выделен в целостный имущественный комплекс);

- раздельная продажа основных видов активов закрываемого инвестиционного проекта.

- инициированная предприятием процедура банкротства (на стадии постинвестиционной эксплуатации реального проекта).

5. Разработка процедуры принятия и реализации управленческих решений, связанных с выходом реальных проектов из инвестиционной программы предприятия предусматривает:

- определение состава собственных и независимых экспертов, принимающих участие в подготовке соответствующего инвестиционного решения;

- определение состава высших менеджеров предприятия, уполномоченных принимать такие решения;

- определение предельных сроков принятия таких решений при снижающейся эффективности отдельных реализуемых проектов;

- определение наилучших форм реализации таких решений с позиций обеспечения максимизации ликвидационной стоимости реализуемого инвестиционного проекта;

- выбор наиболее приемлемых сроков реализации таких решений.

Возможности и формы быстрого “выхода” проекта из инвестиционной программы предприятия должны рассматриваться еще на стадии его разработки (при оценке и страховании инвестиционных рисков). В процессе выбора конкретных форм такого “выхода” следует исходить из экономических критериев и прежде всего — из минимизации потерь инвестированного капитала.

В целях обеспечения формирования запланированной инвестиционной прибыли параллельно с обоснованием решения о “выходе” проекта из инвестиционной программы, должно готовиться решение о возможных формах наиболее эффективного реинвестирования капитала.

Глава 13.

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ФИНАНСОВОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

13.1. ОСОБЕННОСТИ И ФОРМЫ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ПРЕДПРИЯТИЯ

Функциональная направленность операционной деятельности предприятий, не являющихся институциональными инвесторами, определяет в качестве приоритетной формы осуществление реальных инвестиций. Однако на отдельных этапах развития предприятия оправдано осуществление и финансовых инвестиций. Такая направленность инвестиций может быть вызвана необходимостью эффективного использования инвестиционных ресурсов, формируемых до начала осуществления реального инвестирования по отобранным инвестиционным проектам; в случаях, когда, конъюнктура финансового (в первую очередь фондового) рынка позволяет получить значительно больший уровень прибыли на вложенный капитал, чем операционная деятельность на "затухающих" товарных рынках; при наличии временно свободных денежных активов, связанной с сезонной деятельностью предприятия; в случаях намечаемого "захвата" других предприятий в преддверии отраслевой, товарной или региональной диверсификации своей деятельности путем вложения капитала в их уставные фонды (или приобретения ощутимого пакета их акций) и в ряде других аналогичных случаев. Поэтому *финансовые инвестиции рассматриваются как активная форма эффективного использования временно свободного капитала или как инструмент реализации стратегических целей, связанных с диверсификацией операционной деятельности предприятия.*

Осуществление финансовых инвестиций характеризуется рядом особенностей, основными из которых являются:

1. Финансовые инвестиции являются независимым видом хозяйственной деятельности для предприятий реаль-

ного сектора экономики. Эта независимость проявляется как по отношению к операционной деятельности таких предприятий, так и по отношению к процессу их реального инвестирования. Стратегические операционные задачи развития таких предприятий финансовые инвестиции решают лишь в ограниченных формах (путем вложения капитала в уставные фонды и приобретения контрольных пакетов акций других предприятий).

2. Финансовые инвестиции являются основным средством осуществления предприятием внешнего инвестирования. Все основные формы и инструменты финансовых инвестиций имеют внешнюю направленность инвестируемого капитала, выходящего за рамки воспроизводственных процессов своего предприятия. С помощью финансовых инвестиций предприятия имеют возможность осуществлять внешнее инвестирование как в пределах своей страны, так и за рубежом.

3. В системе совокупных инвестиционных потребностей предприятий реального сектора экономики финансовые инвестиции формируют инвестиционных потребностей второго уровня (второй очереди). Они осуществляются такими предприятиями обычно после того, как удовлетворены его потребности в реальном инвестировании капитала. В связи с этой особенностью финансовые инвестиции, как правило, не осуществляются на таких ранних стадиях жизненного цикла предприятия, как "рождение", "детство" и "юность". Возможность достаточно обширного удовлетворения потребности в финансовых инвестициях появляется у предприятия, как правило, лишь на стадии "ранняя зрелость".

4. Стратегические финансовые инвестиции предприятия позволяют ему реализовать отдельные стратегические цели своего развития более быстрым и дешевым путем. Так, при отраслевой или региональной диверсификации операционной деятельности, наращении объемов производства и реализации продукции путем "захвата" предприятий-конкурентов в своем сегменте рынка и других аналогичных случаях вместо приобретения целостных имущественных комплексов или строительства новых объектов, предприятие путем соответствующих форм финансового инвестирования может приобрести

контрольный пакет акций (контрольную долю в уставном фонде) интересующих его субъектов хозяйствования, максимальная сумма покупки которых составляет немногим более половины реальной рыночной стоимости их бизнеса (50% плюс одна акция). В процессе стратегического финансового инвестирования предприятия обычно не преследуют цели максимизации текущего инвестиционного дохода; более того, отдельные стратегические финансовые инвестиции могут осуществляться предприятием и при отрицательном значении текущего инвестиционного дохода в расчете на обеспечение долговременного прироста капитала.

5. Портфельные финансовые инвестиции используются предприятиями реального сектора экономики в основном в двух целях: получения дополнительного инвестиционного дохода в процессе использования свободных денежных активов и их противoinфляционной защиты. Целенаправленное формирование инвестиционных ресурсов для осуществления портфельных финансовых инвестиций такие предприятия, как правило, не производят. И хотя обычно финансовые инвестиции обеспечивают более низкий уровень прибыли, чем функционирующие операционные активы предприятия, они формируют дополнительный ее приток в периоды, когда временно свободный капитал не может быть эффективно использован для расширения операционной деятельности.

6. Финансовые инвестиции предоставляют предприятию наиболее широкий диапазон выбора инструментов инвестирования по шкале "доходность-риск". В сравнении с реальным инвестированием эта шкала значительно шире — она включает группу как безрисковых, так и высокорисковых (спекулятивных) инструментов инвестирования, позволяя инвестору осуществлять свою инвестиционную политику в широком диапазоне: от крайне консервативной до крайне агрессивной.

7. Финансовые инвестиции предоставляют предприятию достаточно широкий диапазон выбора инструментов инвестирования и по шкале "доходность-ликвидность". Хотя в сравнении с реальными инвестициями они характеризуются более высоким уровнем ликвидности, этот уровень варьирует в очень широких пределах.

8. Процесс обоснования управленческих решений, связанных с осуществлением финансовых инвестиций, является более простым и менее трудоемким. Он не связан с существенными прединвестиционными затратами финансовых средств, аналогичными подготовке реальных инвестиционных проектов; алгоритмы оценки эффективности финансовых инвестиций носят более дифференцированный характер по отношению к объектам инвестирования, что повышает надежность осуществления такой оценки; реализация принятых управленческих решений в сфере финансового инвестирования занимает минимум времени.

9. Высокая колеблемость конъюнктуры финансового рынка в сравнении с товарным определяет необходимость осуществления более активного мониторинга в процессе финансового инвестирования. Соответственно и управленческие решения, связанные с осуществлением финансового инвестирования, носят более оперативный характер.

Финансовое инвестирование осуществляется предприятием в следующих основных формах (рис. 13.1.).



Рисунок 13.1. Основные формы финансового инвестирования, осуществляемые предприятием

1. Вложение капитала в уставные фонды совместных предприятий. Эта форма финансового инвестирования имеет наиболее тесную связь с операционной деятельностью предприятия. Она обеспечивает упрочение стратегических хозяйственных связей с поставщиками сырья и материалов (при участии в их уставном капитале); развитие своей производственной инфраструктуры (при вложении капитала в транспортные и другие аналогичные предприятия); расширение возможностей сбыта продукции или проникновение на другие региональные рынки (путем вложения капитала в уставные фонды предприятий торговли); различные формы отраслевой и товарной диверсификации операционной деятельности и другие стратегические направления развития предприятия. По своему содержанию эта форма финансового инвестирования во многом подменяет реальное инвестирование, являясь при этом менее капиталоемкой и более оперативной. Приоритетной целью этой формы инвестирования является не столько получение высокой инвестиционной прибыли (хотя минимально необходимый ее уровень должен быть обеспечен), сколько установление форм финансового влияния на предприятия для обеспечения стабильного формирования своей операционной прибыли.

2. Вложение капитала в доходные виды денежных инструментов. Эта форма финансового инвестирования направлена прежде всего на эффективное использование временно свободных денежных активов предприятия. Основным видом денежных инструментов инвестирования является депозитный вклад в коммерческих банках. Как правило, эта форма используется для краткосрочного инвестирования капитала и ее главной целью является генерирование инвестиционной прибыли.

3. Вложение капитала в доходные виды фондовых инструментов. Эта форма финансовых инвестиций является наиболее массовой и перспективной. Она характеризуется вложением капитала в различные виды ценных бумаг, свободно обращающихся на фондовом рынке (так называемые "рыночные ценные бумаги"). Использование этой формы финансового инвестирования связано с широким выбором альтернативных инвестиционных

решений как по инструментам инвестирования, так и по его срокам; более высоким уровнем государственного регулирования и защищенности инвестиций; развитой инфраструктурой фондового рынка; наличием оперативно предоставляемой информации о состоянии и конъюнктуре фондового рынка в разрезе отдельных его сегментов и другими факторами. Основной целью этой формы финансового инвестирования также является генерирование инвестиционной прибыли, хотя в отдельных случаях она может быть использована для установления форм финансового влияния на отдельные компании при решении стратегических задач (путем приобретения контрольного или достаточного весомого пакета акций).

Направленность финансовых инвестиций предприятий в последнее время все больше ориентируется на фондовые инструменты. Различные инструменты фондового рынка составляют сейчас до 80% общего объема финансовых инвестиций предприятия. Это определяет необходимость более подробной характеристики инвестиционных качеств отдельных фондовых инструментов инвестирования.

С позиций особенностей присущих им инвестиционных качеств фондовые инструменты классифицируются по следующим основным признакам (рис. 13.2.).

1. По степени предсказуемости инвестиционного дохода разделяют долговые и долевыми ценные бумаги.

Долговые ценные бумаги характеризуется четкой предсказуемостью инвестиционного дохода, размер которого можно определить в любой момент их обращения. Предсказуемость уровня инвестиционного дохода позволяет без особых проблем сопоставлять инвестиционные качества долговых ценных бумаг как по шкале "доходность—риск", так и по шкале "доходность—ликвидность". Кроме того, долговые ценные бумаги имеют приоритетные права погашения обязательств при банкротстве эмитента, что значительно снижает уровень несистематического их риска.

Долевые ценные бумаги характеризуются низким уровнем предсказуемости их инвестиционного дохода, который оценивается по двум параметрам — уровню предстоящих выплат дивидендов и приросту курсовой стоимости фондового инструмента. По этим ценным бумагам при эффективной хозяйственной деятельности

КЛАССИФИКАЦИЯ ФОНДОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ПО СПЕЦИФИКЕ ИХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ КАЧЕСТВ



Рисунок 13.2. Классификация фондовых инструментов по специфике их инвестиционных качеств

эмитента возможно получение более высокого уровня инвестиционного дохода в сравнении с долговыми ценными бумагами того же эмитента. При этом для долевых ценных бумаг характерна более высокая степень корреляции доходов с темпами инфляции. Вместе с тем, нестабильность инвестиционного дохода делает их более рисковыми инструментами инвестирования, так как они не защищены ни от систематического, ни от неси-

стематического видов рисков. Низкая эффективность хозяйственной деятельности эмитента может привести не только к потере инвестиционного дохода по долевым ценным бумагам, но и к частичной (а в случае банкротства — и полной) потере вложенного в них капитала.

2. По уровню риска, связанного с характером эмитента, выделяют следующие виды фондовых инструментов инвестирования:

Государственные ценные бумаги. Они представлены в основном долговыми обязательствами и имеют наименьший уровень инвестиционного риска. Отдельные виды государственных ценных бумаг рассматриваются даже в качестве эталона безрисковых инвестиций. Вместе с тем, уровень инвестиционного дохода по таким ценным бумагам, как правило, наиболее низкий. При этом путем изменения ставки рефинансирования (учетной ставки центрального банка) государство имеет возможность влиять на реальный уровень инвестиционного дохода по своим ценным бумагам в периоды резких колебаний конъюнктуры финансового рынка.

Ценные бумаги муниципальных органов. Уровень инвестиционных качеств таких ценных бумаг (как правило, долговых) в значительной степени определяется уровнем инвестиционной привлекательности соответствующих регионов. Хотя ценные бумаги такого вида трудно отнести к безрисковым, уровень инвестиционного риска по ним обычно невысокий. Соответственно невысок и уровень инвестиционного дохода по ним.

Ценные бумаги, эмитированные банками. Инвестиционные качества этих фондовых инструментов считаются достаточно высокими, так как уровень доходности по ним обычно выше, чем по государственным и муниципальным ценным бумагам. Кроме того, система экономических нормативов банковской деятельности и высокий уровень государственного контроля за их деятельностью снижают потенциальный уровень риска инвестирования в ценные бумаги этих эмитентов (хотя случаи финансовой несостоятельности банков не такие редкие).

Ценные бумаги предприятий. Этот вид финансовых инструментов инвестирования в нашей стране обладает низкими инвестиционными качествами. Это вызвано низ-

кой эффективностью хозяйственной деятельности большинства предприятий на современном этапе (особенно корпоратизированных государственных предприятий), вследствие чего по акциям многих из них не выплачиваются даже дивиденды. Уровень инвестиционного риска по ценным бумагам предприятий (особенно относящихся к категории “венчурных”) наиболее высокий. Кроме того, этот тип ценных бумаг в целом характеризуется самым низким уровнем ликвидности на фондовом рынке.

3. По уровню риска и ликвидности, связанными с периодом обращения, выделяют следующие фондовые инструменты инвестирования:

Краткосрочные ценные бумаги. Период их обращения определяет достаточно высокий уровень их ликвидности на фондовом рынке. Кроме того, короткий период их обращения в значительной степени снижает уровень инвестиционного риска, связанного с изменением конъюнктуры финансового рынка и финансового состояния их эмитентов. В то же время, относительно низкий уровень риска и достаточно высокий уровень их ликвидности определяют сравнительно невысокий уровень инвестиционного дохода по таким фондовым инструментам.

Долгосрочные ценные бумаги. Уровень инвестиционных качеств таких фондовых инструментов определяется противоположными характеристиками — низким уровнем ликвидности (при прочих равных условиях) и соответственно более высоким уровнем инвестиционного риска. Соответственно по таким фондовым инструментам предлагается и более высокий уровень инвестиционного дохода.

4. По уровню ликвидности, связанному с характером выпуска и обращения, фондовые инструменты инвестирования подразделяются на следующие виды:

Именные ценные бумаги. В связи со сложной процедурой их оформления и более глубоким контролем эмитента за их обращением эти ценные бумаги обладают очень низкой ликвидностью.

Ценные бумаги на предъявителя. Указанная особенность выпуска таких фондовых инструментов не препятствует процессу их свободного обращения, а соответственно и повышает потенциальный уровень их ликвидности.

13.2. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ОТДЕЛЬНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Оценка эффективности отдельных финансовых инструментов инвестирования, как и реальных инвестиций, осуществляется на основе сопоставления объема инвестиционных затрат, с одной стороны, и сумм возвратного денежного потока по ним, с другой. Вместе с тем, формирование этих показателей в условиях финансового инвестирования имеет существенные отличительные особенности.

Прежде всего, в сумме возвратного денежного потока при финансовом инвестировании отсутствует показатель амортизационных отчислений, так как финансовые инструменты, в отличие от реальных инвестиций, не содержат в своем составе амортизируемых активов. Поэтому основу текущего возвратного денежного потока по финансовым инструментам инвестирования составляют суммы периодически выплачиваемых по ним *процентов* (на вклады в уставные фонды; на депозитные вклады в банках; по облигациям и другим долговым ценным бумагам) и *дивидендов* (по акциям и другим долевым ценным бумагам).

Кроме того, коль скоро финансовые активы предприятия (каковыми являются финансовые инструменты инвестирования) не амортизируются, они продаются (погашаются) в конце срока их использования предприятием (или в конце обусловленного фиксированного срока их обращения) по той цене, которая сложилась на них на момент продажи на финансовом рынке (или по заранее обусловленной фиксированной их сумме). Следовательно, в состав возвратного денежного потока по финансовым инструментам инвестирования входит стоимость их реализации по окончании срока их использования (фиксированной стоимости по долговым финансовым активам и текущей курсовой стоимости по долевым финансовым активам).

Определенные отличия складываются и в формировании нормы прибыли на инвестированный капитал. Если по реальным инвестициям этот показатель опосредствуется уровнем предстоящей операционной прибыли, которая складывается в условиях объективно существую-

щих отраслевых ограничений, то по финансовым инвестициям инвестор сам выбирает ожидаемую норму прибыли с учетом уровня риска вложений в различные финансовые инструменты. Осторожный (или консервативный) инвестор предпочтет выбор финансовых инструментов с невысоким уровнем риска (а соответственно и с невысокой нормой инвестиционной прибыли), в то время как рискованный (или агрессивный) инвестор предпочтет выбор для инвестирования финансовых инструментов с высокой нормой инвестиционной прибыли (независимо от высокого уровня риска по ним).

Когда скоро ожидаемая норма инвестиционной прибыли задается самим инвестором, то этот показатель формирует и сумму инвестиционных затрат в тот или иной инструмент финансового инвестирования, которая должна обеспечить ему ожидаемую сумму прибыли. Эта расчетная сумма инвестиционных затрат представляет собой *реальную стоимость финансового инструмента инвестирования*, которая складывается в условиях ожидаемой нормы прибыли по нему с учетом соответствующего уровня риска.

Если фактическая сумма инвестиционных затрат по финансовому инструменту будет превышать его реальную стоимость, то эффективность финансового инвестирования снизится (т.е. инвестор не получит ожидаемую сумму инвестиционной прибыли). И наоборот, если фактическая сумма инвестиционных затрат будет ниже реальной стоимости финансового инструмента, то эффективность финансового инвестирования возрастет (т.е. инвестор получит инвестиционную прибыль в сумме, большей чем ожидаемая).

С учетом изложенного оценка эффективности того или иного финансового инструмента инвестирования сводится к оценке реальной его стоимости, обеспечивающей получение ожидаемой нормы инвестиционной прибыли по нему. Принципиальная модель оценки стоимости финансового инструмента инвестирования имеет следующий вид:

$$C_{\text{фи}} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{ВДП}}{(1 + \text{НП})^n},$$

где $C_{\text{фи}}$ — реальная стоимость финансового инструмента инвестирования;

- ВДП** — ожидаемый возвратный денежный поток за период использования финансового инструмента;
- НП** — ожидаемая норма прибыли по финансовому инструменту, выраженная десятичной дробью (формируемая инвестором самостоятельно с учетом уровня риска);
- n** — число периодов формирования возвратных потоков (по всем их формам).

Особенности формирования возвратного денежного потока по отдельным видам финансовых инструментов определяют разнообразие вариаций используемых моделей оценки их реальной стоимости. Система основных из этих моделей оценки приведена на рис. 13.3.

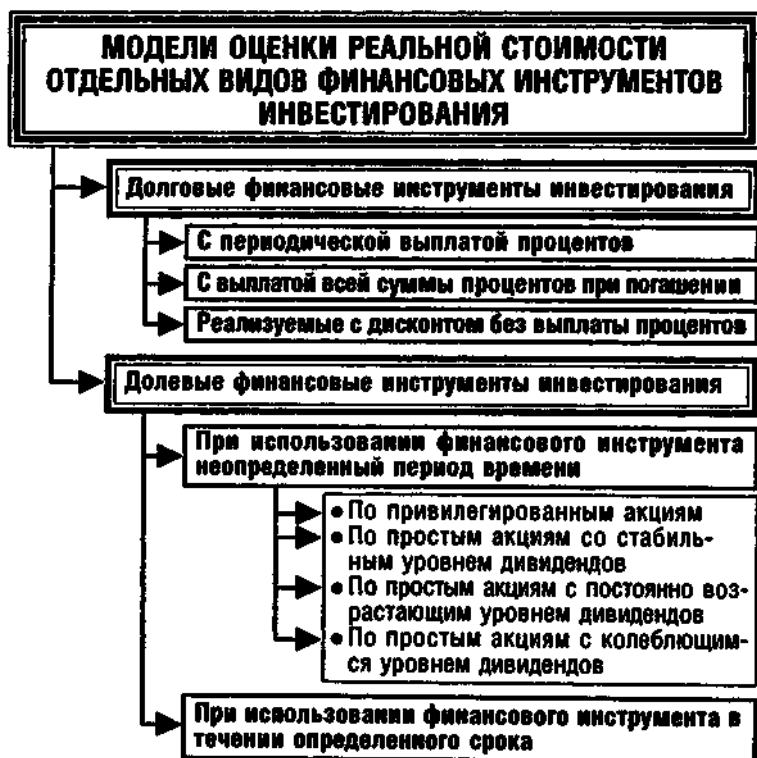


Рисунок 13.3. Система основных моделей оценки реальной стоимости отдельных видов финансовых инструментов инвестирования

Рассмотрим содержание этих моделей применительно к долговым и долевым финансовым инструментам инвестирования на примере облигаций и акций.

Модели оценки стоимости облигаций построены на следующих исходных показателях: а) номинал облигации; б) сумма процента, выплачиваемая по облигации; в) ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (норма доходности) по облигации; г) количество периодов до срока погашения облигации.

Базисная модель оценки стоимости облигации [Basis Bond Valuation Model] или облигации с периодической выплатой процентов имеет следующий вид:

$$C_{об} = \sum_{t=1}^n \left(\frac{П_0}{(1+НП)^t} \right) + \frac{Н_0}{(1+НП)^t},$$

где $C_{об}$ — реальная стоимость облигации с периодической выплатой процентов;

$П_0$ — сумма процента, выплачиваемая в каждом периоде (представляющая собой произведение ее номинала на объявленную ставку процента);

$Н_0$ — номинал облигации, подлежащий погашению в конце срока ее обращения;

$НП$ — ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по облигации, выраженная десятичной дробью;

n — число периодов, остающихся до срока погашения облигации.

Экономическое содержание Базисной модели оценки стоимости облигации (облигации с периодической выплатой процентов) заключается в том, что ее текущая реальная стоимость равна сумме всех процентных поступлений по ней за оставшийся период ее обращения и номинала, приведенных к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли (доходности).

Пример. На фондовом рынке предлагается к продаже облигация одного из предприятий по цене 90 усл. ден. ед. за единицу. Она была выпущена сроком на 3 года,

до погашения осталось 2 года. Ее номинал при выпуске определен в 100 усл. ден. ед. Процентные выплаты по облигации осуществляются один раз в год по ставке 30% к номиналу. С учетом уровня риска данного типа облигации ожидаемая норма инвестиционной прибыли принимается в размере 35% в год. Необходимо определить реальную рыночную стоимость облигации и ее соответствие цене продажи. Подставив в формулу соответствующие значения показателей, получаем реальную рыночную стоимость:

$$CO_B = \sum \left(\frac{30}{(1+0,35)} + \frac{30}{(1+0,35)^2} \right) + \frac{100}{(1+0,35)^2} =$$

$$= \left(\frac{30}{1,35} + \frac{30}{1,82} \right) + \frac{100}{1,82} = (22,2 + 16,5) + 54,9 =$$

$$= 93,6 \text{ усл. ден. ед.}$$

Сопоставив текущую рыночную стоимость облигации и цену ее продажи, можно увидеть, что кроме ожидаемой нормы инвестиционной прибыли по ней может быть получен дополнительный доход в сумме 3,6 усл. ден. ед. (93,6—90) в связи с заниженной рыночной стоимостью.

Модель оценки стоимости облигации с выплатой всей суммы процентов при ее погашении имеет следующий вид:

$$CO_{\Pi} = \frac{H_0 + \Pi_K}{(1 + \Pi)^n},$$

где CO_{Π} — реальная стоимость облигации с выплатой всей суммы процентов при ее погашении;

H_0 — номинал облигации, подлежащий погашению в конце срока ее обращения;

Π_K — сумма процента по облигации, подлежащая выплате в конце срока ее обращения;

Π — ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по облигации, выраженная десятичной дробью;

n — число периодов, остающихся до срока погашения облигации (по которым установлена норма прибыли).

Экономическое содержание данной модели состоит в том, что текущая реальная стоимость облигации с выпла-

той всей суммы процентов при ее погашении, равна совокупным выплатам номинала и суммы процента по ней, приведенным к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли (доходности).

Пример. Облигация предприятия номиналом в 100 усл. ден. ед. реализуется на рынке по цене 67,5 усл. ден. ед. Погашение облигации и разовая выплата суммы процента по ней по ставке 20% предусмотрены через 3 года. Ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли по облигациям такого типа составляет 35%.

Необходимо определить ожидаемую текущую доходность и текущую рыночную стоимость данной облигации.

Подставив необходимые показатели в формулу модели реальной рыночной стоимости облигации, получим:

$$CO_{\Pi} = \frac{100 + 20}{(1 + 0,35)^3} = \frac{120}{2,46} = 48,9 \text{ усл. ден. ед.}$$

Модель оценки стоимости облигации, реализуемой с дисконтом без выплаты процентов, имеет следующий вид:

$$CO_{\Pi} = \frac{H_0}{(1 + НП)^n},$$

где CO_{Π} — реальная стоимость облигации, реализуемой с дисконтом без выплаты процентов по ней;

H_0 — номинал облигации, подлежащий погашению в конце срока ее обращения;

$НП$ — ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по облигации, выраженная десятичной дробью;

n — число периодов, остающихся до срока погашения облигации (по которым установлена норма прибыли).

Экономическое содержание данной модели состоит в том, что текущая реальная стоимость облигации, реализуемой с дисконтом без выплаты процентов по ней, представляет собой ее номинал, приведенный к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли (доходности).

Пример: Необходимо определить текущую рыночную стоимость облигации внутреннего местного займа и сопоставить ее с ценой продажи, используя следующие исходные данные: облигация номиналом в 100 усл. ден. единиц реализуется по цене 67,5 усл. ден. ед. Погашение облигации предусмотрено через 3 года. Норма валовой инвестиционной прибыли ожидается в размере 16%. Подставив в формулу соответствующие значения показателей получим текущую рыночную стоимость данной облигации:

$$CO_D = \frac{100}{(1+0,16)^3} = \frac{100}{1,56} = 64,1 \text{ усл. ден. ед.}$$

Сопоставляя текущую рыночную стоимость облигации с ценой ее продажи, можно сделать вывод, что последняя завышена на 3,4 усл. ден. ед. (67,5–64,1).

Трансформируя соответствующим образом указанные модели (т.е. меняя искомый расчетный показатель) можно по каждому виду облигаций рассчитать ожидаемую норму валовой инвестиционной прибыли (доходности), если показатель реальной стоимости облигации заменить на фактическую цену ее реализации на фондовом рынке (комплекс таких моделей широко представлен в специальной литературе по вопросам обращения фондовых инструментов).

Для оценки текущего уровня валовой инвестиционной прибыли по облигациям используется коэффициент ее текущей доходности, который рассчитывается по формуле:

$$K_{ТДО} = \frac{H_0 \times СП}{CO},$$

где $K_{ТДО}$ — коэффициент текущей доходности облигации;

H_0 — номинал облигации;

$СП$ — объявленная ставка процента (так называемая “купонная ставка”), выраженная десятичной дробью;

CO — реальная текущая стоимость облигации (или текущая ее цена).

Пример: Необходимо определить коэффициент текущей доходности облигации с периодической выплатой

процентов (купонной облигации) при следующих исходных данных: номинал облигации составляет 100 усл. ден. ед., а ее текущая стоимость — 67,5 усл. ден. ед. купонная ставка составляет 20%.

Подставив в рассматриваемую формулу соответствующие данные, получим:

$$K_{\text{ТДО}} = \frac{100 \times 0,2}{67,5} = 0,296 \text{ или } 29,6\%.$$

Модели оценки стоимости акций построены по следующим исходным показателям: а) вид акции — привилегированная или простая; б) сумма дивидендов, предполагаемая к получению в конкретном периоде; в) ожидаемая курсовая стоимость акции в конце периода ее реализации (при использовании акции в течении заранее определенного периода); г) ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (норма доходности) по акциям; д) число периодов использования акции.

Модель оценки стоимости привилегированной акции основана на том, что эти акции дают право их собственникам на получение регулярных дивидендных выплат в фиксированном размере. Она имеет следующий вид:

$$CA_{\Pi} = \frac{D_{\Pi}}{NP},$$

где CA_{Π} — реальная стоимость привилегированной акции;

D_{Π} — сумма дивидендов, предусмотренная к выплате по привилегированной акции в предстоящем периоде;

NP — ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по привилегированной акции, выраженная десятичной дробью.

Экономическое содержание данной модели состоит в том, что текущая реальная стоимость привилегированной акции представляет собой частное от деления суммы предусмотренных по ней дивидендов на ожидаемую инвестором норму валовой инвестиционной прибыли.

Пример: определить реальную стоимость привилегированной акции при следующих данных: предусмотренная по акции сумма дивидендов составляет 20 усл. ден. ед.

в год; ожидаемая инвестором годовая норма валовой инвестиционной прибыли составляет 10%.

Подставив в рассматриваемую формулу приведенные данные, получим:

$$CA_{П} = \frac{20}{0,1} = 200 \text{ усл. ден. ед.}$$

Модель оценки стоимости простой акции при ее использовании в течение неопределенного продолжительного периода времени имеет следующий вид:

$$CA_{Н} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_A}{(1+НП)^n},$$

где $CA_{Н}$ — реальная стоимость акции, используемой в течение неопределенного продолжительного периода времени;

D_A — сумма дивидендов, предполагаемая к получению в каждом n -ом периоде;

$НП$ — ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по акциям, выраженная десятичной дробью;

n — число периодов, включенных в расчет.

Экономическое содержание данной модели состоит в том, что текущая реальная стоимость акции, используемой в течение неопределенного продолжительного периода времени (неопределенное число лет), представляет собой сумму предполагаемых к получению дивидендов по отдельным предстоящим периодам, приведенную к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли (доходности).

Пример: Приобретенная инвестором акция представляется инвестору перспективной и намечена им к использованию в течение продолжительного периода. На ближайшие пять лет им составлен прогноз дивидендов, в соответствии с которым в первый год сумма дивидендов составит 100 усл. ден. ед., а в последующие годы будет ежегодно возрастать на 20 усл. ден. ед. Норма текущей доходности акций данного типа составляет 15% в год. Необходимо определить текущую рыночную стоимость акции. Подставив в

формулу модели необходимые показатели, получим:

$$CA_H = \frac{100}{1,15} + \frac{120}{1,32} + \frac{140}{1,52} + \frac{160}{1,75} + \frac{180}{2,01} = 87,0 + 90,9 + \\ + 92,1 + 91,4 + 89,6 = 451,0 \text{ усл. ден. ед.}$$

Применительно к нашим условиям рассмотренный вариант представляет собой лишь гипотетический случай, т.к. ни один инвестор не планирует держать свои финансовые активы столь продолжительное время (за этот срок ему представится ряд возможностей реинвестировать капитал на более выгодных условиях) и уж тем более не сможет составить столь длительный прогноз получения дивидендов в условиях нашей экономики. Поэтому рассмотрим более типичные ситуации, когда денежный поток будет состоять не только из дивидендов, но и возросшей стоимости акции при ее реализации.

Модель оценки стоимости простой акции, используемой в течение заранее определенного срока, имеет следующий вид:

$$CA_0 = \sum_{t=1}^n \left(\frac{D_A}{(1+НП)^n} \right) + \frac{КС_A}{(1+НП)^t},$$

где CA_0 — реальная стоимость акции, используемой в течение заранее определенного срока;

D_A — сумма дивидендов, предполагаемая к получению в каждом n -ом периоде;

$КС_A$ — ожидаемая курсовая стоимость акции в конце периода ее реализации;

$НП$ — ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по акциям, выраженная десятичной дробью;

n — число периодов, включенных в расчет.

Экономическое содержание данной модели состоит в том, что текущая реальная стоимость акции, используемой в течение заранее определенного срока, равна сумме предполагаемых к получению дивидендов в используемых периодах и ожидаемой курсовой стоимости акции в момент ее реализации, приведенной к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли (доходности). Иными словами экономическое содержание данной модели аналогично Основной модели оценки облига-

условия эмиссии ценных бумаг, отраслевая или региональная принадлежность эмитента, уровень активности обращения тех или иных инструментов финансового инвестирования на рынке и другие.

13.3. ОЦЕНКА РИСКОВ ОТДЕЛЬНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Все инвестиционные операции предприятия, связанные с использованием различных видов финансовых инструментов инвестирования, являются рискованными, так как ожидаемый по ним уровень инвестиционного дохода не может быть гарантирован с полной определенностью. Поэтому используя в процессе инвестирования тот или иной финансовый инструмент, необходимо в каждом конкретном случае оценивать его риск.

Под риском отдельного финансового инструмента инвестирования понимается вероятность отклонения фактического инвестиционного дохода от ожидаемой его величины в ситуации неопределенности динамики конъюнктуры соответствующего сегмента инвестиционного рынка и предстоящих результатов хозяйственной деятельности его эмитента.

Процесс оценки уровня рисков отдельных финансовых инструментов инвестирования, требует предварительной классификации этих рисков, которая осуществляется по следующим основным признакам (рис. 13.4.).

1. По видам. В современной экономической литературе по вопросам инвестиционного менеджмента различают следующие виды рисков отдельных финансовых инструментов инвестирования:

- *Рыночный риск.* Этот вид риска характеризует изменчивость курса (реальной рыночной стоимости) отдельных финансовых инструментов инвестирования под воздействием колебаний конъюнктуры всего инвестиционного рынка или важнейших его сегментов. Он однонаправленно влияет на все виды финансовых инструментов инвестирования, хотя степень этого влияния неравнозначна по различным их видам и разновидностям.

КЛАССИФИКАЦИЯ РИСКОВ ОТДЕЛЬНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

по видам	• Рыночный риск • Процентный риск • Инфляционный риск • Риск ликвидности • Налоговой риск • Коммерческий риск • Структурный финансовый риск • Прочие виды рисков
по источникам возникновения	• Систематический риск • Несистематический риск
по финансовым последствиям	• Риск, влекущий только финансовые потери • Риск, влекущий как финансовые потери, так и дополнительные инвестиционные доходы
по уровню финансовых потерь	• Допустимый риск • Критический риск • Катастрофический риск
по характеру проявления во времени	• Постоянный риск • Временный риск
по возможности предвидения	• Прогнозируемый риск • Непрогнозируемый риск

Рисунок 13.4. Классификация рисков отдельных финансовых инструментов инвестирования по основным признакам

• *Процентный риск.* Этот риск характеризуется изменением ставки процента в результате изменений общего соотношения предложения и спроса на деньги. Рост уровня ставки процента вызывает снижение рыночного курса (реальной рыночной стоимости) отдельных фи-

нансовых инструментов инвестирования, а следовательно и потерю инвестором части ожидаемого дохода по ним. Особенно сильно влиянию этого вида риска подвержены долговые финансовые инструменты инвестирования (облигации, депозитные сертификаты и т.п.).

• *Инфляционный риск.* Этот вид риска характеризуется изменением уровня цен (покупательной способности денег) в масштабах всей экономики страны. В период инфляции обесценивается реальная стоимость капитала, инвестированного в отдельные финансовые инструменты, а также ожидаемая сумма дохода по ним. В наибольшей степени этому виду риска в инфляционной экономике подвержены финансовые инструменты инвестирования с фиксированным уровнем дохода по ним (привилегированные акции, облигации и т.п.).

• *Риск ликвидности.* Этот вид риска связан с отсутствием возможности быстро продать тот или иной финансовый инструмент инвестирования без потери инвестированного в него капитала при изменившихся целях инвестиционной деятельности, условий формирования инвестиционного дохода, кризисном финансовом состоянии инвестора и другим причинам. Ликвидность отдельного финансового инструмента инвестирования выступает также важным условием формирования инвестором гибкого совокупного инвестиционного портфеля, характеризуемого возможностью быстрой его реструктуризации. В определенной степени риск ликвидности генерируется периодом обращения (погашения) отдельных финансовых инструментов инвестирования, общим состоянием фондового и других видов инвестиционного рынка, активностью осуществляемых на них операций.

• *Налоговой риск.* Этот риск генерируется вероятностью введения новых налогов на осуществление операций финансового инвестирования, возможностью увеличения действующих ставок налогообложения этого вида хозяйственной деятельности предприятий и изменения других налоговых условий, обуславливающих снижение ожидаемой нормы доходности по отдельным финансовым инструментам инвестирования.

• *Коммерческий (деловой) риск.* Этот риск генерируется результатами операционной деятельности эмитента, обуславливающими снижение уровня и суммы его

прибыли. Причинами возникновения такого риска выступают обычно снижение производственного потенциала предприятия-эмитента, падение спроса на его продукцию, снижение уровня цен ее реализации в условиях возрастания конкуренции и ряда других аналогичных факторов. В результате снижения прибыли эмитента и соответствующего ухудшения его финансового состояния возникает угроза невыплат процентов по эмитированным им долговым ценным бумагам, снижения уровня дивидендных выплат по акциям и т.п.

• *Структурный финансовый риск.* Эмиссия предприятиями долговых финансовых инструментов инвестирования часто ведет к нарушению эффективной пропорциональности в использовании им собственного и заемного капитала, что вызывает снижение его финансовой устойчивости и платежеспособности. В этих условиях возникает угроза невыполнения эмитентом своих обязательств по таким финансовым инструментам в полном объеме и в предусмотренные сроки (эти обязательства касаются как суммы текущего дохода, так и суммы погашения финансового инструмента по завершении периода его обращения).

• *Прочие виды рисков.* К этим видам рисков можно отнести появление на рынке неверной информации, связанной с деятельностью эмитента; внезапным его банкротством; другие аналогичные виды рисков, отражаемые на котировке эмитируемых им финансовых инструментов (кроме вышеперечисленных видов рисков).

По источникам возникновения риск отдельных финансовых инструментов инвестирования подразделяется следующим образом:

• *Систематический риск.* Этот риск генерируется изменением условий внешней инвестиционной среды и не связан с деятельностью отдельных эмитентов. Он воздействует на все без исключения финансовые инструменты инвестирования, хотя и в различной степени (в зависимости от их вида). В инвестиционном менеджменте систематический риск рассматривается как интегрированное проявление рыночного, процентного, инфляционного и налогового видов рисков отдельных финансовых инструментов инвестирования.

• *Несистематический риск.* Этот риск генерируется изменениями результатов хозяйственной деятельности эмитентов и их финансового состояния. По отношению к отдельному финансовому инструменту инвестирования причины возникновения этого риска носят строго индивидуальный характер. В инвестиционном менеджменте несистематический риск рассматривается как интегрированное проявление коммерческого (делового), структурного финансового и прочих видов рисков отдельных финансовых инструментов инвестирования.

По финансовым последствиям выделяются следующие виды риска отдельных финансовых инструментов инвестирования:

• *Риск, влекущий только финансовые потери по соответствующему инструменту инвестирования.* Этот риск характеризуется только отрицательными последствиями для ожидаемой инвестиционной прибыли инвестора (например, инфляционный риск для привилегированных акций, облигаций и т.п.).

• *Риск, влекущий как финансовые потери, так и дополнительные инвестиционные доходы.* Он может определять как отрицательный, так и положительный исход в формировании предстоящего инвестиционного дохода (например, риск изменения ставки процента может вызывать как снижение, так и рост инвестиционного дохода по долговым финансовым инструментам инвестирования).

По уровню финансовых потерь риск отдельных финансовых инструментов инвестирования подразделяется на следующие группы:

• *Допустимый риск.* Он характеризует риск, по которому финансовые потери по отдельному инструменту инвестирования исчисляются размером утраты только ожидаемого текущего дохода в форме выплат процентов или дивидендов.

• *Критический риск.* Он характеризует риск, по которому финансовые потери по отдельному инструменту инвестирования исчисляются размером утраты невыплаченного текущего дохода и текущим снижением курсовой стоимости (реальной рыночной стоимости).

• *Катастрофический риск.* Он характеризует риск, по которому финансовые потери по отдельному инструменту инвестирования исчисляются размером утраты,

как ожидаемого текущего дохода, так и всего инвестированного капитала (например, в случае банкротства эмитента с полной потерей имущества).

По характеру проявления во времени выделяют:

- *Постоянный риск, присущий обращению отдельных финансовых инструментов инвестирования.* Он характерен для всего периода обращения этих инструментов (например, процентный риск, инфляционный риск и т.п.).

- *Временный риск, присущий обращению отдельных финансовых инструментов инвестирования.* Примером такого вида риска является риск появления неверной информации об эмитенте.

По возможности предвидения выделяют две группы рисков отдельных финансовых инструментов инвестирования:

- *Прогнозируемый риск.* Он характеризует те виды рисков отдельного финансового инструмента инвестирования, которые связаны с циклическим развитием экономики страны в целом, конъюнктуры отдельных сегментов инвестиционного рынка или хозяйственной деятельностью эмитента. Эти виды рисков могут быть заранее предсказаны в определенных пределах (в пределах определенного размаха вариации ожидаемого инвестиционного дохода).

- *Непрогнозируемый риск.* Он характеризует те виды рисков отдельного финансового инструмента инвестирования, отличающегося полной непредсказуемостью проявления (например, коммерческий риск эмитента, вызванный проявлением форс-мажорных обстоятельств; налоговый риск и т.п.).

С учетом классификации рисков отдельных финансовых инструментов инвестирования производится оценка их конкретного уровня. Процесс такой оценки осуществляется по следующим основным этапам.

1. **Идентификация отдельных видов рисков по каждому рассматриваемому финансовому инструменту инвестирования.** Процесс идентификации отдельных видов рисков включает такие стадии:

На первой стадии по каждому финансовому инструменту инвестирования выделяются присущие ему виды

систематического риска (рыночного, процентного, инфляционного и т.п.).

На второй стадии по рассматриваемым финансовым инструментам инвестирования определяется перечень отдельных видов несистематического риска (коммерческий, структурный и т.п.).

На третьей стадии формируется общий портфель рисков, дифференцируемый как в разрезе отдельных финансовых инструментов инвестирования, так и в разрезе видов систематического и несистематического риска.

2. Оценка вероятности наступления рискового состояния по отдельным видам рисков финансового инструмента инвестирования. Если финансовый инструмент инвестирования имеет продолжительный период обращения, такая оценка осуществляется по фактической информационной базе. Если же оценивается вновь эмитированный финансовый инструмент инвестирования, то используется информация о характере обращения аналогичных ему инструментов за предшествующий период. Для оценки вероятности наступления рискового события по отдельным рискам финансового инструмента инвестирования используются ранее рассмотренные экономическо-статистические, экспертные и аналоговые методы.

3. Определение размера возможных финансовых потерь при наступлении отдельных рисков событий по конкретным финансовым инструментам инвестирования. С учетом имеющейся исходной базы, характеризующей ретроспективные параметры обращения рассматриваемых финансовых инструментов инвестирования (или их аналогов), выявляется диапазон колебаний размера их текущего дохода и курсовой стоимости (рыночной цены). По результатам оценки этих колебаний определяется конкретный размер возможных финансовых потерь по рассматриваемым инструментам инвестирования с его подразделением на допустимый, критический и катастрофический уровни.

4. Оценка общего уровня риска отдельных финансовых инструментов инвестирования с его подразделением на систематический и несистематический. Для оценки общего и несистематического риска отдельных финансовых инструментов инвестирования используются по-

казатели среднеквадратического (стандартного) отклонения и коэффициента вариации. Для оценки систематического риска по этим инструментам применяется бета-коэффициент (модели расчета этих показателей рассмотрены при изложении методического инструментария учета фактора риска).

5. **Сопоставление уровня систематического риска отдельных финансовых инструментов инвестирования с ожидаемым уровнем доходности по ним.** В основе выявления адекватности рассматриваемых показателей лежит "Ценовая модель капитальных активов" и ее графическая интерпретация определяющая "Линию надежности рынка". Эта модель помогает инвесторам оценивать соотношение "риск—доходность" по каждому финансовому инструменту инвестирования, принимать соответствующие инвестиционные решения в процессе их отбора в формируемый инвестиционный портфель.

В процессе такого сопоставления следует учесть, что "Линия надежности рынка", построенная на учете бета-коэффициента по всей совокупности финансовых инструментов инвестирования, носит усредненный характер. Специфика обращения отдельных финансовых инструментов инвестирования может определять разницу в ожидаемых доходах при заданном уровне риска, проявляемую как закономерность в течение длительного периода времени. Разница между фактической доходностью отдельного финансового инструмента инвестирования и ожидаемой его доходностью на основе "Линии надежности рынка" при конкретном уровне риска, характеризуется "*коэффициентом альфа*", который может иметь как положительную, так и отрицательную величину. Чем выше положительное значение "*коэффициента альфа*", тем выше при прочих равных условиях инвестиционная привлекательность рассматриваемого финансового инструмента инвестирования.

6. **Ранжирование рассматриваемых финансовых инструментов инвестирования по уровню риска.** Такое ранжирование в целях использования при отборе финансовых инструментов в инвестиционный портфель осуществляется по показателям общего уровня их риска, а также риска систематического и несистематического. Ранговые значе-

ния отдельных финансовых инструментов инвестирования должны возрастать по мере роста уровня риска по ним.

Окончательные инвестиционные решения о возможности использования отдельных финансовых инструментов инвестирования с учетом фактора их риска принимаются с учетом рискованных предпочтений инвестора и адекватности соотношения уровня их риска и доходности.

13.4. ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ ФИНАНСОВЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Современное финансовое инвестирование непосредственно связано с формированием "инвестиционного портфеля". Оно базируется на том, что большинство инвесторов избирают для осуществления финансового инвестирования более чем один финансовый инструмент, т.е. формируют определенную их совокупность. Целенаправленный подбор таких инструментов представляет собой процесс формирования инвестиционного портфеля.

Инвестиционный портфель представляет собой целенаправленно сформированную совокупность финансовых инструментов, предназначенных для осуществления финансового инвестирования в соответствии с разработанной инвестиционной политикой. Так как на подавляющем большинстве предприятий единственным видом финансовых инструментов инвестирования являются ценные бумаги, для таких предприятий понятие "инвестиционный портфель" отождествляется с понятием "фондовый портфель" (или "портфель ценных бумаг").

Главной целью формирования инвестиционного портфеля является обеспечение реализации основных направлений политики финансового инвестирования предприятия путем подбора наиболее доходных и безопасных финансовых инструментов. С учетом сформулированной главной цели строится система конкретных локальных целей формирования инвестиционного портфеля, основными из которых являются:

- 1) обеспечение высокого уровня формирования инвестиционного дохода в текущем периоде;
- 2) обеспечение высоких темпов прироста инвестируемого капитала в предстоящей долгосрочной перспективе;

3) обеспечение минимизации уровня инвестиционных рисков, связанных с финансовым инвестированием;

4) обеспечение необходимой ликвидности инвестиционного портфеля.

5) обеспечение максимального эффекта “налогового щита” в процессе финансового инвестирования.

Перечисленные конкретные цели формирования инвестиционного портфеля в значительной степени являются альтернативными. Так, обеспечение высоких темпов прироста инвестируемого капитала в долгосрочной перспективе в определенной степени достигается за счет существенного снижения уровня формирования инвестиционного дохода в текущем периоде (и наоборот). Темпы прироста инвестируемого капитала и уровень формирования текущего инвестиционного дохода находятся в прямой связи с уровнем инвестиционных рисков. Обеспечение необходимой ликвидности портфеля может препятствовать включению в него как высокодоходных, так и низкорисковых финансовых инструментов инвестирования.

Альтернативность целей формирования инвестиционного портфеля определяет различия политики финансового инвестирования предприятия, которая в свою очередь предопределяет конкретный тип формируемого инвестиционного портфеля.

Рассмотрим современные подходы к типизации инвестиционных портфелей предприятия, обеспечивающих реализацию конкретных форм его политики финансового инвестирования. Такая типизация проводится по следующим основным признакам (рис. 13.5).

1. По целям формирования инвестиционного дохода различают два основных типа инвестиционного портфеля — портфель дохода и портфель роста.

Портфель дохода представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию максимизации уровня инвестиционной прибыли в текущем периоде вне зависимости от темпов прироста инвестируемого капитала в долгосрочной перспективе. Иными словами, этот портфель ориентирован на высокую текущую отдачу инвестиционных затрат, невзирая на то, что в будущем периоде эти затраты могли бы обеспечить получение более высокой нормы инвестиционной прибыли на вложенный капитал.

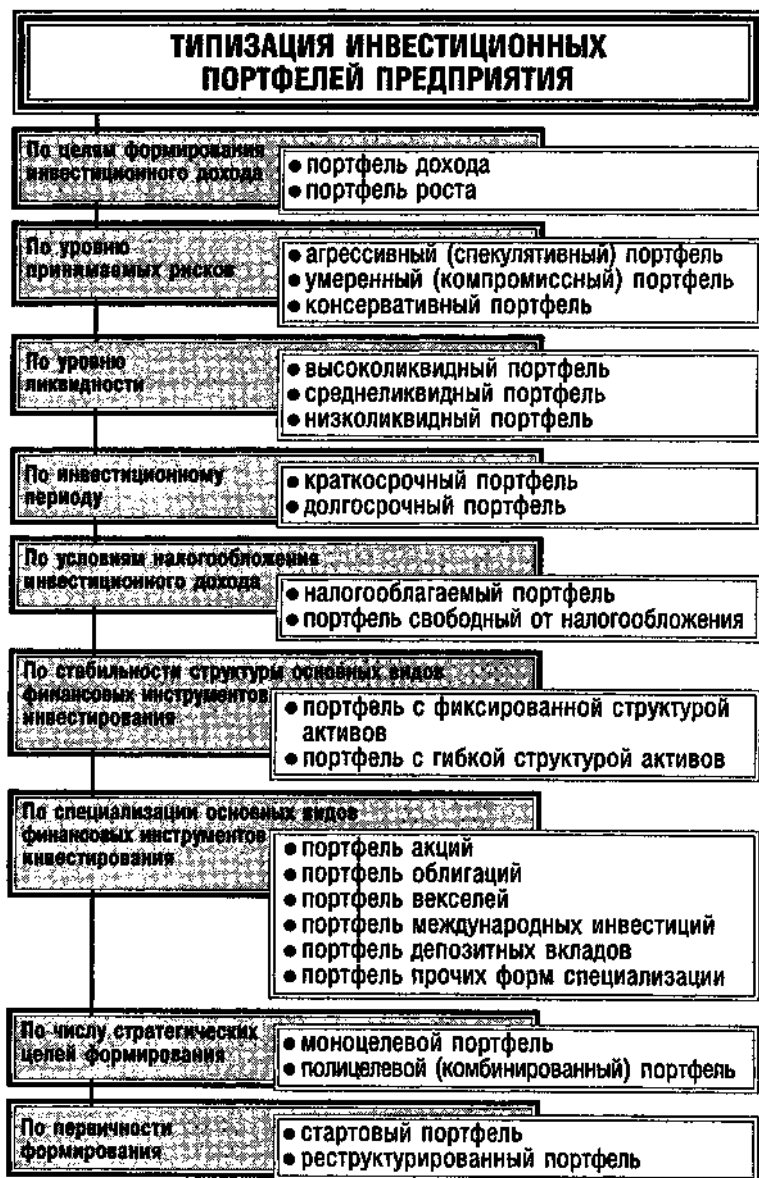


Рисунок 13.5. Типизация инвестиционных портфелей предприятия по основным признакам

Портфель роста представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию максимизации темпов прироста инвестируемого капитала в предстоящей долгосрочной перспективе вне зависимости от уровня формирования инвестиционной прибыли в текущем периоде. Иными словами, этот портфель ориентирован на обеспечение высоких темпов роста рыночной стоимости предприятия (за счет прироста капитала в процессе финансового инвестирования), так как норма прибыли при долгосрочном финансовом инвестировании всегда выше, чем при краткосрочном. Формирование такого инвестиционного портфеля могут позволить себе лишь достаточно устойчивые в финансовом отношении предприятия.

2. По уровню принимаемых рисков различают три основных типа инвестиционного портфеля — агрессивный (спекулятивный) портфель; умеренный (компромиссный) портфель и консервативный портфель. Такая типизация портфелей основана на дифференциации уровня инвестиционного риска (а соответственно и уровня инвестиционной прибыли), на который согласен идти конкретный инвестор в процессе финансового инвестирования (рис. 13.6.).

Агрессивный (спекулятивный) портфель представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию максимизации текущего дохода или прироста инвестированного капитала вне зависимости от сопутствующего ему уровня инвестиционного риска. Он позволяет получить максимальную норму инвестиционной прибыли на вложенный капитал, однако этому сопутствует наивысший уровень инвестиционного риска, при котором инвестированный капитал может быть потерян полностью или в значительной доле.

Умеренный (компромиссный) портфель представляет собой сформированную совокупность финансовых инструментов инвестирования, по которому общий уровень портфельного риска приближен к среднерыночному. Естественно, что по такому инвестиционному портфелю и норма инвестиционной прибыли на вложенный капитал будет также приближена к среднерыночной.

Консервативный портфель представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию

Уровень инвестиционной прибыли на вложенный капитал

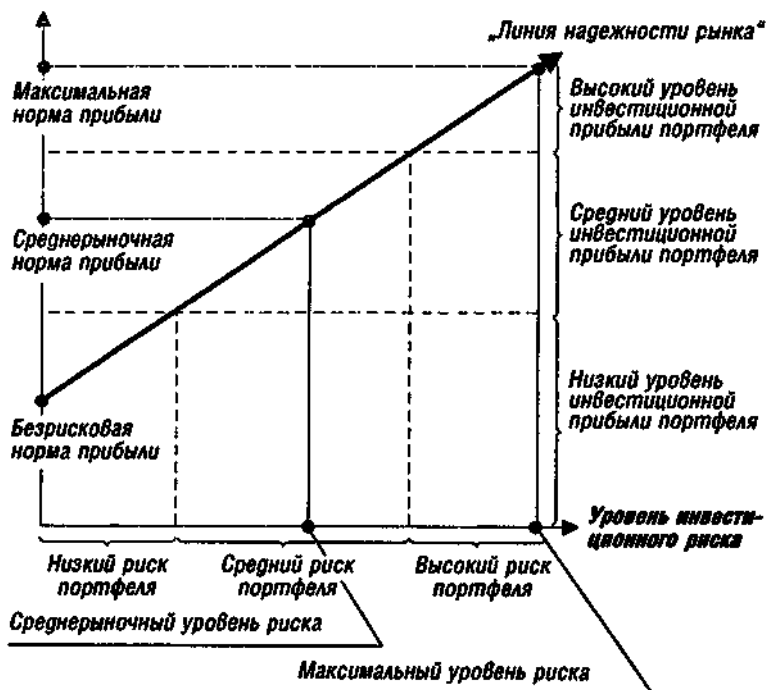


Рисунок 13.6. Зависимость нормы инвестиционной прибыли портфеля от уровня портфельного риска

минимизации уровня инвестиционного риска. Такой портфель, формируемый наиболее осторожными инвесторами, практически исключает использование финансовых инструментов, уровень инвестиционного риска по которым превышает среднерыночный. Консервативный инвестиционный портфель обеспечивает наиболее высокий уровень безопасности финансового инвестирования.

3. По уровню ликвидности выделяют три основных типа инвестиционного портфеля — высоколиквидный портфель, среднеликвидный портфель и низколиквидный портфель. Такая типизация инвестиционного портфеля предприятия определяется с одной стороны целями финансового инвестирования (эффективное использование

временно свободных денежных активов в составе оборотного капитала или долговременный рост инвестиционного капитала), а с другой — интенсивностью изменения факторов внешней среды, определяющей частоту реинвестирования капитала в процессе реструктуризации портфеля.

Высоколиквидный портфель формируется, как правило, из краткосрочных финансовых инструментов инвестирования, а также из долгосрочных их видов, пользующихся высоким спросом на рынке, по которым регулярно совершаются сделки купли-продажи.

Среднеликвидный портфель, наряду с вышеперечисленными видами финансовых инструментов инвестирования, включает также определенную часть их видов, не пользующихся высоким спросом и с нерегулярной частотой транзакций.

Низколиквидный портфель формируется, как правило, из облигаций с высоким периодом погашения или акций отдельных предприятий, обеспечивающих более высокий (в сравнении с среднерыночным) уровень инвестиционного дохода, но пользующихся очень низким спросом (или вообще не котируемых на рынке).

4. По инвестиционному периоду различают два основных типа инвестиционного портфеля — краткосрочный портфель и долгосрочный портфель. Такая типизация основана на соответствующей практике бухгалтерского учета финансовых активов предприятия.

Краткосрочный портфель (или портфель краткосрочных финансовых вложений) формируется на основе финансовых активов, используемых на протяжении до одного года. Такие финансовые инструменты инвестирования служат, как правило, одной из форм страхового запаса денежных активов предприятия, входящих в состав его оборотного капитала.

Долгосрочный портфель (или портфель долгосрочных финансовых вложений) формируется на основе финансовых активов, используемых на протяжении более одного года. Этот тип портфеля позволяет решать стратегические цели инвестиционной деятельности предприятия и осуществлять избранную им политику финансового инвестирования.

5. По условиям налогообложения инвестиционного дохода выделяют два типа инвестиционного портфеля — налогооблагаемый портфель и портфель, свободный от налогообложения. Такая типизация инвестиционного портфеля связана с реализацией одной из целей его формирования предприятием — обеспечением максимального эффекта “налогового щита” в процессе финансового инвестирования.

Налогооблагаемый портфель состоит из финансовых инструментов инвестирования, доход по которым подлежит налогообложению на общих основаниях в соответствии с действующей в стране налоговой системой. Формирование такого портфеля не преследует целей минимизации налоговых выплат при осуществлении финансовых инвестиций.

Портфель, свободный от налогообложения состоит из таких финансовых инструментов инвестирования, доход по которым налогами не облагается. К таким финансовым инструментам относятся, как правило, отдельные виды государственных и муниципальных облигаций, преследующие цели быстрой аккумуляции инвестиционных ресурсов для решения неотложных инвестиционных задач. Освобождение инвестора от налогообложения доходов по таким финансовым инструментам дополнительно стимулирует их инвестиционную активность, увеличивая сумму чистой инвестиционной прибыли на размер данной налоговой льготы.

6. По стабильности структуры основных видов финансовых инструментов инвестирования их портфель дифференцируется в разрезе двух типов — портфель с фиксированной структурой активов и портфель с гибкой структурой активов. Такая типизация инвестиционного портфеля связана с принципиальными подходами инвестора к последующей его реструктуризации.

Портфель с фиксированной структурой активов характеризует такой его тип, при котором удельные веса основных видов финансовых инструментов инвестирования (акций, облигаций, депозитных вкладов и т.п.) остаются неизменными в течении продолжительного периода времени. Последующая реструктуризация такого портфеля осуществляется лишь по отдельным разновидностям финансовых инструментов инвестирования в рамках фиксированного общего объема по данному виду.

Портфель с гибкой структурой активов характеризует такой его тип, при котором удельные веса основных видов финансовых инструментов инвестирования являются подвижными и изменяются под воздействием факторов внешней среды (их влияния на формирование уровня доходности, риска и ликвидности) или целей осуществления финансовых инвестиций.

7. По специализации основных видов финансовых инструментов инвестирования в современной практике инвестиционного менеджмента выделяют следующие основные типы портфелей:

Портфель акций. Такой портфель позволяет целенаправленно решать такую цель его формирования, как обеспечение высоких темпов прироста инвестируемого капитала в предстоящей долгосрочной перспективе. Разновидностью такого типа портфеля является портфель акций венчурных (рисковых) предприятий.

Портфель облигаций. Этот тип портфеля позволяет решать такие цели его формирования как обеспечение высоких темпов формирования текущего дохода, минимизации инвестиционных рисков, получения эффекта "налогового щита" в процессе финансового инвестирования.

Портфель векселей. Этот тип портфеля позволяет предприятию целенаправленно обеспечивать получение текущего дохода в краткосрочном периоде за счет эффективного использования временно свободного остатка денежных активов (при одновременном укреплении хозяйственных связей с оптовыми покупателями своей продукции).

Портфель международных инвестиций. Формирование такого типа портфеля осуществляют, как правило, институциональные инвесторы путем покупки финансовых инструментов инвестирования (акций, облигаций и т.п.), эмитированных иностранными субъектами хозяйствования. Как правило, такой тип портфеля направлен на реализацию цели обеспечения минимизации уровня инвестиционных рисков.

Портфель депозитных вкладов. Такой портфель позволяет целенаправленно решать такие цели его формирования, как обеспечение необходимой ликвидности, получения текущего инвестиционного дохода и минимизации уровня инвестиционных рисков.

Портфель прочих форм специализации. В основе формирования такого портфеля лежит выбор одного из других видов финансовых инструментов инвестирования, не рассмотренных выше.

8. По числу стратегических целей формирования выделяют моно- и полицелевой типы портфелей.

Моноцелевой портфель характеризует такой его тип, при котором все входящие в его состав финансовые инструменты инвестирования отобраны по критерию решения одной из стратегических целей его формирования (обеспечения получения текущего дохода; обеспечения прироста инвестируемого капитала в долгосрочной перспективе; минимизации инвестиционного риска и т.п.). Такой одноцелевой портфель может включать в свой состав все основные виды финансовых инструментов инвестирования, обеспечивающие его стратегическую направленность.

Полицелевой (комбинированный) портфель предусматривает возможности одновременного решения ряда стратегических целей его формирования. В современной инвестиционной практике наиболее часто осуществляется формирование комбинированного портфеля по первым двум рассмотренным признакам — целям формирования инвестиционного дохода и уровню принимаемых рисков. Такими основными вариантами комбинированных типов инвестиционных портфелей являются:

- 1) агрессивный портфель дохода (портфель спекулятивного дохода);
- 2) агрессивный портфель роста (портфель ускоренного роста);
- 3) умеренный портфель дохода (портфель нормального дохода);
- 4) умеренный портфель роста (портфель нормального роста);
- 5) консервативный портфель дохода (портфель гарантированного дохода);
- 6) Консервативный портфель роста (портфель гарантированного роста).

Диапазон комбинированных типов инвестиционных портфелей может быть расширен в еще большей степени за счет их вариантов, имеющих промежуточное значение целей финансового инвестирования.

Предложенная к использованию типизация инвестиционных портфелей может быть дополнена и другими признаками, связанными с особенностями осуществления финансового инвестирования конкретными предприятиями.

Процесс формирования инвестиционного портфеля осуществляется по следующим основным этапам (рис. 13.7).



Рисунок 13.7. Основные этапы формирования портфеля финансовых инвестиций предприятия

1. Выбор портфельной стратегии и типа формируемого инвестиционного портфеля. На этом этапе в первую очередь формулируются цели формирования инвестиционного портфеля предприятия, определяющие содержание его портфельной стратегии. Эти цели формулируются с учетом взаимосвязи показателей уровня ожидаемой доходности и уровня риска формируемого портфеля.

С учетом сформулированных целей портфельной стратегии осуществляется затем выбор типа формируемого инвестиционного портфеля. Так как в современ-

ных условиях большинство формируемых инвестиционных портфелей носят полицелевой характер (т.е. являются комбинированными портфелями), определяется приоритетность отдельных признаков типизации портфеля.

В первую очередь осуществляется типизация портфеля по целям формирования инвестиционного дохода (портфель роста или портфель дохода).

Во вторую очередь осуществляется типизация портфеля по уровню принимаемых рисков (агрессивный, умеренный или консервативный портфель).

В третью очередь типизация портфеля осуществляется по уровню его ликвидности (высоко-, средне- или низколиквидный портфель).

В четвертую очередь в процессе типизации портфеля учитываются иные признаки его формирования, являющиеся существенными для инвестиционной деятельности конкретного предприятия (инвестиционный период, специализация портфеля и т.п.).

Результатом этого этапа формирования инвестиционного портфеля является полная его идентификация по основным признакам типизации и определение задаваемых параметров уровня ожидаемой его доходности и риска.

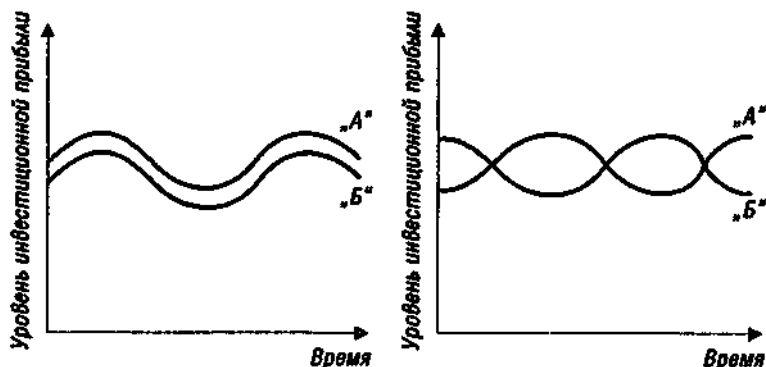
2. Оценка инвестиционных качеств финансовых инструментов инвестирования по показателям уровня доходности, риска и взаимной ковариации. В соответствии с положениями современной портфельной теории эти показатели являются наиболее существенными характеристиками инвестиционных качеств финансовых инструментов инвестирования.

Оценка уровня ожидаемой доходности отдельных финансовых инструментов инвестирования осуществляется с учетом специфики на основе соответствующих моделей, рассмотренных ранее.

Оценка уровня риска отдельных финансовых инструментов инвестирования осуществляется путем расчета показателей среднеквадратического (стандартного) отклонения или дисперсией их доходности. В процессе оценки уровня риска, он дифференцируется на систематический и несистематический.

Оценка взаимной ковариации отдельных финансовых инструментов инвестирования осуществляется на основе использования соответствующих статистических

методов. Ковариация представляет собой статистическую характеристику, иллюстрирующую меру сходства (или различий) двух рассматриваемых величин в динамике, амплитуде и направлении изменений. В процессе оценки изучается ковариация изменения (колебания) уровня инвестиционного дохода по различным сопоставимым видам финансовых инструментов. Принцип проявления этого показателя графически иллюстрируется на рис. 13.8.



Вариант 1. Уровень доходности по финансовым инструментам "А" и "Б" колеблется во времени в одном направлении.

Вариант 2. Уровень доходности по финансовым инструментам "А" и "Б" колеблется во времени в противоположных направлениях.

Рисунок 13.8. Характеристика ковариации колебаний уровня инвестиционного дохода по различным финансовым инструментам инвестирования

Плотность ковариации между уровнями доходности по двум видам финансовых инструментов инвестирования может быть определена на основе коэффициента корреляции, который рассчитывается по следующей формуле:

$$КК_{\Phi} = \sum P_{1,2} \left(\frac{D_1 - \bar{D}_1}{\sigma_1} \right) \times \left(\frac{D_2 - \bar{D}_2}{\sigma_2} \right),$$

где $КК_{\Phi}$ — коэффициент корреляции доходности двух финансовых инструментов инвестирования;

- $P_{1,2}$ — вероятность возникновения возможных вариантов отклонений доходности по каждому из сравниваемых финансовых инструментов;
- D_1 — варианты уровня доходности первого финансового инструмента в процессе его колеблемости;
- $\bar{D}_1$ — средний уровень доходности по первому финансовому инструменту;
- D_2 — варианты уровня доходности второго финансового инструмента в процессе его колеблемости;
- $\bar{D}_2$ — средний уровень доходности по второму финансовому инструменту;
- $\sigma_1; \sigma_2$ — среднеквадратическое (стандартное) отклонение доходности соответственно по первому и второму финансовому инструменту.

Коэффициент корреляции доходности по двум финансовым инструментам инвестирования может принимать значения от +1 (означающего полную и положительную корреляцию между рассматриваемыми величинами) до -1 (означающего полную и отрицательную корреляцию между рассматриваемыми величинами).

Результатом этого этапа формирования портфеля является определение перечня финансовых инструментов инвестирования, обращающихся на рынке, полностью соответствующих избранному его типу по всем важнейшим параметрам.

3. Отбор финансовых инструментов в формируемый портфель с учетом их влияния на параметры уровня доходности и риска портфеля. Этот этап связан с обоснованием инвестиционных решений относительно включения в портфель конкретных финансовых инструментов, соответствующих его параметрам, а также пропорций распределения инвестируемого капитала в разрезе основных видов финансовых активов (т.е. формированием структуры портфеля).

Основными исходными предпосылками, связанными с обоснованиями инвестиционных решений относительно включения в портфель конкретных финансовых инструментов, являются:

- тип и основные параметры формируемого инвестиционного портфеля;

- общий объем инвестируемого капитала, направленного предприятием на формирование портфеля;
- широта предложения обращающихся на рынке финансовых инструментов инвестирования, полностью соответствующих важнейшим параметрам избранного типа портфеля (по сформированному в результате их оценки перечню);
- конкретные значения показателей уровня доходности, уровня риска и коэффициента корреляции, включенных в перечень отдельных финансовых инструментов инвестирования;

В процессе отбора конкретных финансовых инструментов в формируемый портфель необходимо учитывать их влияние на заданные параметры общего уровня его доходности и риска.

Степень влияния уровня доходности отдельного финансового инструмента инвестирования на формируемый показатель уровня ожидаемой доходности портфеля может быть рассчитана по следующей формуле:

$$\text{ВДФ} = \text{УДФ} - \text{УДП},$$

где ВДФ — степень влияния уровня доходности отдельного финансового инструмента инвестирования на уровень ожидаемой доходности портфеля;

УДФ — ожидаемый уровень доходности рассматриваемого финансового инструмента инвестирования;

УДП — заданное значение уровня ожидаемой доходности инвестиционного портфеля, формируемого предприятием.

Рассматриваемая разность характеризует прежде всего направленность влияния рассматриваемого финансового инструмента инвестирования на уровень доходности портфеля (при положительном ее значении рассматриваемый финансовый инструмент увеличивает возможность выхода на заданный параметр уровня доходности портфеля, а при отрицательном — снижает эту возможность). Кроме того рассматриваемая разность, сопоставленная с заданным уровнем доходности портфеля, характеризует количественную оценку меры вклада отдельного

финансового инструмента инвестирования в формирование заданного параметра портфеля.

Степень влияния уровня риска отдельного финансового инструмента инвестирования на формирование показателя уровня риска портфеля может быть рассчитана по следующей формуле:

$$ВР_{\Phi} = \frac{КК_{\Phi\Pi} - \sigma_{\Delta\Pi}^2}{\sigma_{\Delta\Pi}},$$

где $ВР_{\Phi}$ — степень влияния уровня риска отдельного финансового инструмента инвестирования на уровень риска портфеля;

$КК_{\Phi\Pi}$ — коэффициент корреляции колебаний доходности рассматриваемого финансового инструмента и доходности портфеля (уровня его риска), отражающий характер их ковариации;

σ^2 — дисперсия доходности портфеля (задаваемое значение уровня его риска);

σ — среднеквадратическое (стандартное) отклонение доходности портфеля.

В процессе оценки влияния уровня риска отдельного финансового инструмента инвестирования на показатель уровня риска портфеля, следует учесть, что если их несистематический риск может быть снижен путем диверсификации портфеля, то систематический их риск диверсификацией не устраняется. В связи с этим в процессе оценки необходимо определять чувствительность реагирования финансового инструмента на общие колебания конъюнктуры рынка (эта чувствительность измеряется показателем бета по каждому финансовому инструменту инвестирования).

Таким образом, процесс отбора финансовых инструментов инвестирования в формируемый портфель направлен на решение следующих задач:

- обеспечение заданного уровня ожидаемой доходности портфеля;
- обеспечение заданного уровня риска портфеля;
- создание возможности диверсификации портфеля в целях снижения уровня несистематического риска;
- формирование совокупности финансовых инструментов инвестирования с отрицательной взаимной корреляцией;

- формирование совокупности финансовых инструментов инвестирования с наименьшим уровнем систематического риска;
- обеспечение прочих параметров формируемого портфеля в соответствии с избранными признаками его типизации.

Формирование структуры портфеля (пропорций распределения инвестируемого капитала в разрезе основных видов финансовых активов) осуществляется в такой последовательности. В первую очередь определяется общее соотношение долевых и долговых финансовых инструментов инвестирования в портфеле. Затем в разрезе каждой из этих групп определяется доля отдельных видов финансовых инструментов инвестирования (облигаций, привилегированных акций, простых акций и т.п.). И наконец, по каждому из видов определяется соотношение кратко- и долгосрочных финансовых инструментов инвестирования.

Пример структурирования портфеля по видам финансовых инструментов инвестирования приведен в таблице 13.1.

Таблица 13.1.

**Альтернативная структура портфеля по видам
финансовых инструментов**

(в %)

Виды финансовых инструментов	Тип портфеля		
	Консервативный	Умеренный (компромиссный)	Агрессивный (спекулятивный)
Государственные краткосрочные облигации	45	30	—
Государственные долгосрочные облигации	35	25	15
Долгосрочные облигации предприятий	15	25	35
Простые акции	5	20	50
Итого	100	100	100

Результатом этого этапа формирования инвестиционного портфеля является определение его видовой структуры, а также стартового его состава по конкретным финансовым инструментам инвестирования.

4. Оптимизация портфеля, направленная на снижение уровня доходности. Она основывается на оценке ковариации (коэффициента корреляции) и соответствующей диверсификации инструментов портфеля.

Диверсификация финансовых инструментов инвестирования обеспечиваемая выбором их видов с отрицательной взаимной корреляцией позволяет уменьшить уровень несистематического риска портфеля, а соответственно и общий уровень портфельного риска. Чем выше количество финансовых инструментов с отрицательной взаимной корреляцией, включенных в портфель, тем ниже при неизменном уровне инвестиционного дохода будет уровень портфельного риска. Графически эта зависимость иллюстрируется на рис. 13.9.

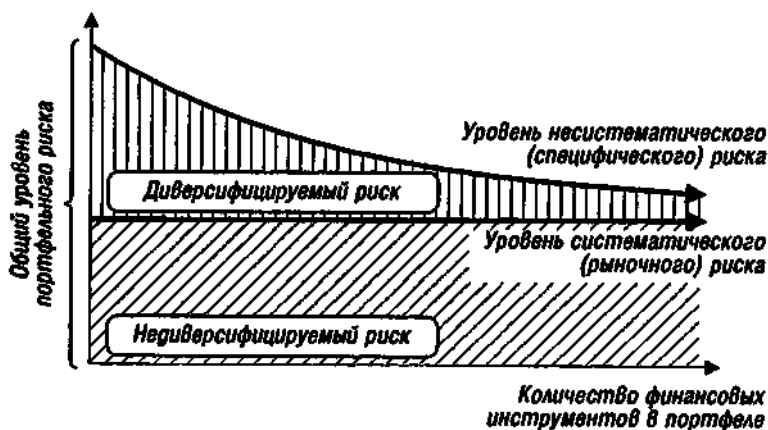


Рисунок 13.9. Зависимость уровня несистематического и общего портфельного риска от количества финансовых инструментов инвестирования

Как показывает график, увеличение количества используемых инструментов инвестирования позволяет существенно снизить уровень портфельного риска. По критериям западных специалистов минимальным требованиям диверсификации портфеля соответствует включение в него не менее 10–12 финансовых (фондовых) инструментов. В условиях неразвитости нашего фондового рынка этот критерий может быть несколько снижен.

Из рисунка видно также, что диверсификация позволяет уменьшить только несистематический риск инвестиционного портфеля — систематический риск диверсификацией не устраняется (его можно только возместить соответствующей премией за риск).

Результатом этого этапа формирования портфеля является обеспечение достижения минимально возможного уровня его риска при заданном уровне ожидаемого инвестиционного дохода.

5. Оценка основных параметров сформированного инвестиционного портфеля. Такая оценка позволяет оценить эффективность всей работы по его формированию.

Уровень доходности портфеля рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{УД}_\Pi = \sum_{i=1}^n \text{УП}_i \times \text{У}_i,$$

где УД_Π — уровень доходности инвестиционного портфеля;

УД_i — уровень доходности отдельных финансовых инструментов в портфеле;

У_i — удельный вес отдельных финансовых инструментов в совокупной стоимости инвестиционного портфеля, выраженный десятичной дробью.

Уровень риска портфеля рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{УР}_\Pi = \sum_{i=1}^n \text{УСР}_i \times \text{У}_i + \text{УНР}_\Pi,$$

где УР_Π — уровень риска инвестиционного портфеля;

УСР_i — уровень систематического риска отдельных финансовых инструментов (измеряемый с помощью бета-коэффициента);

У_i — удельный вес отдельных финансовых инструментов в совокупной стоимости инвестиционного портфеля, выраженный десятичной дробью;

УНР_Π — уровень несистематического риска портфеля, достигнутый в процессе его диверсификации.

В условиях функционирования нашего фондового рынка эта оценка должна быть дополнена и показателем уровня ликвидности сформированного портфеля.

Результатом этого этапа формирования портфеля является определение того, насколько стартовые его характеристики отвечают целевым параметрам его построения.

Инвестиционный портфель, который полностью отвечает целям его формирования как по типу, так и по составу включенных в него финансовых инструментов, представляет собой *“сбалансированный стартовый инвестиционный портфель”*.

Управление инвестиционными денежными потоками связано не только с формированием, но и с постоянной оперативной реструктуризацией портфеля финансовых инвестиций.

Под оперативным управлением реструктуризацией портфеля финансовых инвестиций понимается обоснование и реализация управленческих решений, обеспечивающих поддержание целевой инвестиционной направленности сформированного портфеля по параметрам его доходности, риска и ликвидности путем ротации отдельных его инструментов.

Изменение целей инвестора и объема инвестиционных ресурсов, значительные колебания конъюнктуры инвестиционного рынка, изменение ставки процента, расширение предложения финансовых инструментов инвестирования и ряд других условий вызывают необходимость текущей корректировки сформированного инвестиционного портфеля. Такая корректировка носит название *“реструктуризации портфеля”* и является основным содержанием процесса оперативного управления им на предприятии.

Процесс оперативного управления реструктуризацией портфеля финансовых инвестиций осуществляется на предприятии по следующим основным этапам.

1. Организация постоянного мониторинга условий экономического развития страны и конъюнктуры инвестиционного рынка в разрезе отдельных его сегментов. Такой мониторинг должен носить непрерывный характер в силу высокой динамики текущей конъюнктуры инвестиционного рынка. В процессе мониторинга основное внимание

должно быть уделено выявлению динамики факторов, влияющих на снижение уровня доходности, риска и ликвидности финансовых инструментов, входящих в состав портфеля предприятия. Система таких факторов наблюдается и анализируется раздельно по долевым и долговым видам финансовых инструментов.

К числу основных факторов, негативно влияющих на уровень доходности долевого и долгового финансовых инструментов инвестирования, относятся следующие (рис. 13.10):



Рисунок 13.10. Состав основных факторов, снижающих уровень доходности долевого финансового инструмента инвестирования

1. *Снижение уровня выплачиваемых дивидендов вследствие уменьшения суммы прибыли эмитента.* Изменение уровня дивидендных выплат является первым тревожным симптомом предстоящего снижения рыночной стоимости конкретного вида акций. В какой бы убедительной форме не было бы преподнесено решение акционерной компании, это дает инвестору повод к детальной оценке предстоящей эффективности инвестиций в эти акции.

2. *Снижение темпов прироста стоимости чистых активов эмитента (или уменьшение их суммы).* Хотя такое снижение может носить временный характер, оно неизбежно ведет к соответствующему уменьшению котировки акций на рынке.

3. *Конъюнктурный спад в отрасли, в которой эмитент осуществляет свою операционную деятельность.* Этот спад сказывается прежде всего на размере чистой прибыли эмитента от операционной деятельности, а следовательно и на размере будущих дивидендов. Снижение уровня выплаты дивидендов в свою очередь вызывает снижение рыночной котировки акций данного эмитента.

4. *Существенное превышение рыночной цены финансового инструмента над реальной его стоимостью в момент приобретения инвестором.* Такая переоцененность стоимости долевых ценных бумаг вызывается, как правило, искусственно завышаемой ее котировкой самим эмитентом или соответствующей спекулятивной игрой участников фондового рынка. Повышение эффективности фондового рынка вызывает снижение цены таких переоцененных финансовых инструментов до уровня реальной их стоимости. Если в портфеле предприятия есть такие переоцененные финансовые активы, от них лучше избавиться заранее.

5. *Общий спад конъюнктуры фондового рынка.* Каков бы ни был уровень бета-коэффициента по фондовому портфелю в целом или отдельным его активам, спад конъюнктуры (снижение индекса) фондового рынка отрицательно сказывается на эффективности обращаемых ценных бумаг.

6. *Спекулятивная игра участников фондового рынка, характеризующаяся переходом от "рынка быков" к "рынку медведей".* Перелом в линии рынка по данному виду ценных бумаг является той пиковой точкой, в которой

продажа этих долевых ценных бумаг является наиболее выгодной с позиций поддержания целевого уровня эффективности портфеля. Однако следует иметь в виду, что такая игра носит, как правило, краткосрочный характер и при формировании портфеля роста обычно может не учитываться инвестором.

7. *Повышение уровня налогообложения инвестиционного дохода по долевым финансовым инструментам.* Уменьшение уровня чистой инвестиционной прибыли может привести к снижению эффективности финансового инвестирования даже несмотря на рост дивидендных выплат (если фактический прирост суммы дивидендов будет ниже суммы дополнительной уплаты налогов).

К числу основных факторов, негативно влияющих на уровень доходности долговых финансовых инструментов инвестирования, относятся следующие (рис. 13.11.):



Рисунок 13.11. Состав основных факторов, снижающих уровень доходности долговых финансовых инструментов инвестирования

1. Увеличение средней ставки процента на финансовом рынке. Рост ссудного процента является основным фактором снижения уровня эффективности этих видов финансовых инструментов. Если этот рост прогнозируется и в дальнейшем, желательно, заменить долгосрочные финансовые инструменты данного вида на краткосрочные, которые более устойчивы к негативному влиянию этого фактора.

2. Повышение темпов инфляции в сравнении с предшествующим периодом. Рост темпа (индекса) инфляции в более высоких размерах, чем в предшествующем периоде, приводит к обесценению номинальной стоимости этих финансовых инструментов инвестирования и выплачиваемых по ним процентам. При прогнозируемой стабильности указанной тенденции без дополнительного размера инфляционной премии, устанавливаемой эмитентом, от таких финансовых инструментов в портфеле следует отказаться.

3. Снижение уровня платежеспособности (кредитного рейтинга) эмитента долговых финансовых инструментов. Следствием такого снижения является возрастание уровня риска и проблемы с ликвидностью таких финансовых инструментов, что соответственно снижает и уровень их эффективности.

4. Непредусмотренное снижение размера выкупного фонда (фонда погашения) эмитента по данному финансовому обязательству. Такое снижение вызывает негативные последствия для котировки таких видов финансовых инструментов инвестирования при приближающихся сроках их погашения.

5. Снижение уровня премии за ликвидность по долгосрочным долговым финансовым инструментам. При существенном снижении уровня ликвидности таких активов портфеля ранее установленный размер премии за ликвидность уже не соответствует новым реалиям рынка, что вызывает понижение их котировки и реально выплачиваемой суммы процента по ним.

6. Повышение уровня налогообложения инвестиционного дохода по долговым финансовым инструментам. Снижение уровня чистого дохода соответственно сказывается на их инвестиционных качествах и эффективности портфеля финансовых инвестиций в целом.

Результаты мониторинга инвестиционного рынка и условий экономического развития страны в разрезе рассмотренных факторов позволяют повысить обоснованность управленческих решений, принимаемых в процессе дальнейших этапов оперативного управления портфелем финансовых инвестиций предприятия.

2. Оперативная оценка уровня доходности, риска и ликвидности по сформированному портфелю финансовых инвестиций в динамике. В процессе такой оценки, которая должна носить регулярный характер, соответствующий периодичности осуществления мониторинга, выявляются тенденции уровня доходности, риска и ликвидности по портфелю в целом; их соответствие целевым параметрам формирования портфеля (типу портфеля); соответствие рассматриваемых параметров рыночной шкале “доходность-риск” и “доходность-ликвидность”. Оценка аналогичных показателей проводится с установленной периодичностью по отдельным видам финансовых инструментов портфеля, а также в разрезе конкретных их разновидностей.

Результаты оценки служат основой принятия управленческих решений о необходимости и направлениях реструктуризации портфеля финансовых инвестиций.

3. Выбор принципиальных подходов к оперативной реструктуризации портфеля финансовых инвестиций предприятия. Теория оперативного управления портфелем финансовых инструментов инвестирования выделяет два принципиальных подхода к осуществлению этого управления — пассивный и активный. Эти подходы различаются как задачами, так и методами оперативного управления портфелем.

Пассивный подход к управлению портфелем основан на принципе “следования в фарватере рынка”. Практическая реализация этого принципа означает, что реструктуризация портфеля финансовых инвестиций должна четко отражать тенденции конъюнктуры фондового рынка как по общему объему (на основе общерыночных индексов динамики), так и по составу обращающихся на нем ценных бумаг. Иными словами, динамика портфеля финансовых инвестиций предприятия в миниатюре должна копировать динамику фондового рынка в целом. Ос-

новное внимание при пассивном подходе к управлению портфелем уделяется обеспечению его реструктуризации по видам ценных бумаг и глубокой диверсификации с целью снижения уровня портфельного риска. Приверженцы этого подхода считают, что эффективность портфеля на 90% обеспечивается структурой видов финансовых инструментов и лишь на 10% — конкретными их разновидностями в рамках отдельных видов. В наибольшей степени пассивный подход отражает менталитет формирования консервативного типа портфеля.

Активный подход к управлению портфелем основан на принципе “опережения рынка”. Практическая реализация этого принципа означает, что реструктуризация портфеля финансовых инвестиций должна основываться на прогнозных расчетах рыночной конъюнктуры, а не отражать текущую ее динамику. Для этого подхода характерна индивидуализированная оценка предстоящей рыночной стоимости финансовых инструментов инвестирования с последующим включением в состав реструктурируемого портфеля недооцененных в текущем периоде ценных бумаг. Активный подход предполагает также глубокую индивидуализацию методов прогнозирования конъюнктуры фондового рынка, основанного преимущественно на фундаментальном его анализе. В наибольшей степени активный подход к управлению портфелем отражает менталитет агрессивного его формирования.

Выбор принципиального подхода к оперативной реструктуризации портфеля финансовых инвестиций определяет систему методов ее осуществления на предприятии.

4. Реструктуризация портфеля по основным видам финансовых инструментов инвестирования. Такая реструктуризация осуществляется двумя различными методами в зависимости от избранного принципиального подхода к оперативному управлению портфелем. Основу этих методов составляет установление постоянного (фиксированного) или переменного (гибкого) соотношения спекулятивной и консервативной частей портфеля финансовых инвестиций.

При постоянном (фиксированном) соотношении спекулятивной и консервативной частей портфеля его реструктуризация по основным видам финансовых инструментов

всегда должна быть направлена на обеспечение первоначальных целевых параметров его формирования. В зависимости от типа формируемого портфеля инвестор устанавливает постоянное соотношение спекулятивной и консервативной его частей, характеризующее определенными видами финансовых инструментов инвестирования. Эти значения могут варьировать лишь в небольшом диапазоне в пределах установленных лимитов. При достижении этих лимитов проводятся операции по реструктуризации видов финансовых инструментов. Так, если сверх лимита возросла стоимость спекулятивных видов ценных бумаг, часть из них реализуется с параллельным приобретением ценных бумаг консервативных видов. Реструктуризация портфеля на основе метода постоянного соотношения отдельных видов финансовых инструментов отражает идеологию пассивного подхода к его управлению.

При переменном (гибком) соотношении спекулятивной и консервативной частей портфеля инвестор постоянно варьирует состав видов ценных бумаг с учетом прогнозируемой динамики их рыночной стоимости. Если результаты прогноза показывают более благоприятную динамику рыночной стоимости финансовых инструментов спекулятивной части портфеля, их доля увеличивается при соответствующем снижении удельного веса финансовых инструментов консервативной его части. И, наоборот, — при прогнозируемой неблагоприятной динамике рыночной стоимости финансовых инструментов спекулятивной части портфеля их доля соответственно снижается. Подчинение реструктуризации портфеля прогнозируемой динамике рыночной стоимости спекулятивных видов финансовых инструментов отражает идеологию активного подхода к его управлению.

5. Реструктуризация портфеля по конкретным разновидностям финансовых инструментов инвестирования. Методы такой реструктуризации портфеля определяются принципиальными подходами к его управлению.

При пассивном подходе к оперативному управлению портфелем основное внимание в осуществлении этого этапа реструктуризации портфеля уделяется обеспечению глубокой его *диверсификации* в рамках отдельных видов финансовых инструментов. Одним из мето-

дов, характерных для этого подхода к управлению, является также *иммунизация портфеля*, направленная на уменьшение процентного риска по долговым ценным бумагам. Суть этого метода состоит в подборе в портфель (в процессе ротации отдельных его финансовых инструментов) долговых ценных бумаг с периодом обращения, в рамках которого процентная ставка на финансовом рынке прогнозируется неизменной.

При активном подходе к оперативному управлению портфелем основное внимание на этом этапе реструктуризации портфеля уделяется поиску и приобретению недооцененных финансовых инструментов инвестирования. Этот подход использует так называемый "*Метод Грэхема*" — инвестиционную теорию, утверждающую, что наиболее эффективной стратегией управления является формирование портфеля за счет таких фондовых инструментов, рыночные цены на которые ниже их реальной внутренней стоимости (исчисленной на основе оценки стоимости чистых активов компании). Этот метод характеризуют как идеологию активного управления портфелем, ориентированную на стоимость.

Сложность оперативного управления портфелем финансовых инвестиций определяет необходимость широкого использования в этом процессе современных компьютерных технологий. Программные продукты, связанные с использованием таких технологий, должны обеспечивать мониторинг основных параметров отдельных финансовых инструментов и портфеля финансовых инвестиций в целом, определять направления и сроки реструктуризации портфеля по основным видам и разновидностям финансовых инструментов, формировать наиболее эффективные альтернативные проекты приказов брокеру на совершение необходимых сделок. Программное оперативное управление портфелем финансовых инвестиций (известное под термином "программная торговля") получило широкое распространение в странах с развитой рыночной экономикой, где в этих целях разработаны многочисленные виды специальных управляющих программ.

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Глава 14.

ОБЩИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

14.1. ОСОБЕННОСТИ ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ ХАРАКТЕР ЕЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Содержание финансовой деятельности предприятия рассматривается обычно в широком и узком ее значении. В широком понимании под финансовой деятельностью предприятия понимаются все аспекты управления финансами отдельного хозяйствующего субъекта; это управление выделилось в начале XX века в специальную область знаний, получившую название "финансовый менеджмент". В узком значении под финансовой деятельностью предприятия понимается управление денежными потоками, связанными с привлечением и обслуживанием внешних источников его финансирования. Эти денежные потоки оказывают прямое влияние на форми-

рование общей прибыли предприятия; поэтому в данной работе мы ограничимся только такой узкой трактовкой финансовой деятельности предприятия, сформулировав ее следующим образом: "Под финансовой деятельностью предприятия понимается целенаправленная система мер по обеспечению привлечения необходимого объема капитала из внешних источников и своевременного и полного выполнения обязательств по его обслуживанию и возврату".

Для того, чтобы полнее представить объект финансовой деятельности предприятия, формирующей соответствующие денежные потоки, рассмотрим состав внешних источников формирования его финансовых ресурсов (рис. 14.1).



Рисунок 14.1. Состав внешних источников формирования финансовых ресурсов предприятия

Как видно из данных рисунка, состав внешних источников формирования финансовых ресурсов предприятия весьма многообразен, что предопределяет сложность формирования денежных потоков, связанных с финансовой деятельностью и оказывающих существенное влияние на эффективность их функционирования.

Финансовая деятельность предприятия (в рассматриваемом нами значении) характеризуется следующими основными особенностями:

1. Она является главной формой обеспечения развития операционной и инвестиционной деятельности предприятия. Задачи финансовой деятельности и ее масштабы определяются стратегией развития операционной деятельности предприятия и его инвестиционной политикой. Обеспечивая приток финансовых ресурсов для развития операционной и инвестиционной деятельности, она способствует реализации стратегических целей предприятия. Вместе с тем, по отношению к операционной и инвестиционной деятельности предприятия, финансовая его деятельность носит подчиненный характер. Это связано с тем, что формирование финансовых ресурсов из внешних источников не является для предприятия самоцелью, а всегда подчинено задачам эффективного их использования в процессе операционной и инвестиционной деятельности.

2. Финансовая деятельность предприятия носит стабильный характер, т.е. осуществляется постоянно. Это связано с тем, что каждое предприятие в той или иной степени в процессе своего развития нуждается во внешнем финансировании, а соответственно и обеспечивает его обслуживание. Только предприятие, свертывающее объемы операционной и инвестиционной деятельности, может позволить себе "передышку" в осуществлении финансовой деятельности по привлечению денежных ресурсов из внешних источников.

3. Формы и объемы финансовой деятельности в значительной мере зависят от отраслевых особенностей и организационно-правовых форм деятельности предприятия. Отраслевые особенности деятельности предприятия, формирующие продолжительность операционного цикла, его сезонность, общую капиталоемкость производства и реа-

лизации продукции, определяют пропорции в использовании собственного и заемного денежного капитала, а также в объемах привлечения финансовых средств из внешних источников по отдельным периодам, Организационно-правовые формы деятельности влияют на состав источников привлечения внешнего капитала (дополнительную эмиссию акций; привлечение дополнительного паевого капитала и т.п.).

4. Финансовая деятельность предприятия генерирует свои специфические виды рисков, объединяемые понятием **“финансовый риск”**. Главными из этих рисков являются риск неплатежеспособности и риск потери финансовой устойчивости предприятия. Риск неплатежеспособности вызывается существенным возрастанием объема обязательств предприятия в процессе привлечения денежных ресурсов, которые в периоды спада конъюнктуры товарного рынка не могут быть обеспечены активами в высоколиквидной форме (формируя так называемый **“спазм ликвидности”**). Риск потери финансовой устойчивости генерируется несовершенством структуры капитала (чрезмерной долей привлечения и использования заемных средств). По своим финансовым последствиям оба эти риска относятся к числу наиболее опасных, формируя непосредственную угрозу банкротства предприятия. Механизм осуществления финансовой деятельности предприятия строится в тесной связи с уровнем финансового риска.

5. Финансовая деятельность определяет специфический характер формируемых ею денежных потоков предприятия. Эта специфика заключается в том, что в процессе финансовой деятельности положительный денежный поток (поступление финансовых ресурсов из внешних источников) всегда в итоге этой деятельности ниже по объему, чем отрицательный денежный поток (обслуживание и возврат внешнего долга), хотя в отдельные периоды времени этот процесс может временно носить обратный характер. Естественно речь идет о денежных потоках, приведенных к настоящей стоимости, так как по каждой финансовой операции они осуществляются с разрывом во времени.

Такая ситуация вызывается тем, что любой кредитор (по привлекаемым заемным средствам) или инвестор (по

привлекаемому из внешних источников дополнительному паевому или акционерному капиталу) рассчитывает на получение дополнительной прибыли на вложенные средства (в форме процента, дивиденда и т.п.). И конечно, предприятие, привлекая необходимый капитал, сознательно идет на эти дополнительные финансовые расходы.

6. Финансовая деятельность предприятия связана непосредственно с финансовым рынком — рынком денег и рынком капитала. Объемы и результаты этой деятельности в значительной степени подвержены колебаниям конъюнктуры отдельных сегментов финансового рынка. Если направленность колебаний конъюнктуры товарного и финансового рынков не совпадает (например, при увеличении спроса на товарном рынке на продукцию предприятия на финансовом рынке снижается предложение свободного капитала с соответствующим ростом его стоимости), это создает серьезные проблемы в развитии предприятия.

7. Финансовая деятельность оказывает опосредствованное влияние на формирование чистого денежного потока предприятия. Так как отрицательный денежный поток в процессе финансовой деятельности всегда превышает положительный, прямое формирование прибыли в процессе этой деятельности отсутствует. Вместе с тем, привлечение дополнительного объема внешнего капитала увеличивает сумму операционных доходов предприятия, а снижение стоимости привлечения этого капитала позволяет предприятию соответственно снижать уровень операционных затрат. Таким образом, формирование чистого денежного потока предприятия в процессе его финансовой деятельности опосредствуется дополнительным формированием его операционной прибыли. *Уровень дополнительно формируемой в процессе финансовой деятельности операционной прибыли характеризуется разницей между уровнем рентабельности операционных активов и уровнем стоимости дополнительно привлекаемого капитала из внешних источников.* Этот показатель является важнейшим критерием оценки результативности финансовой деятельности предприятия.

14.2. ПРИНЦИПЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЕМ ДЕНЕЖНЫХ РЕСУРСОВ ИЗ ВНЕШНИХ ИСТОЧНИКОВ

Эффективность функционирования денежных потоков в процессе финансовой деятельности во многом определяется целенаправленным подходом предприятия к формированию своих денежных ресурсов из внешних источников.

Основной целью формирования денежных потоков в процессе финансовой деятельности является привлечение достаточного объема денежных ресурсов из внешних источников для обеспечения финансирования всех намеченных хозяйственных операций предприятия в предстоящем периоде, а также своевременного обслуживания и возврата этих ресурсов.

Рассмотрение особенностей финансовой деятельности и форм ее воздействия на объемы и организацию денежных потоков предприятия, позволяет сформировать две важнейшие задачи этой деятельности, связанные с привлечением дополнительного объема денежных ресурсов из внешних источников:

- 1) обеспечение минимизации стоимости дополнительно привлекаемого денежного капитала;
- 2) обеспечение оптимизации структуры источников дополнительно привлекаемого денежного капитала.

Особую сложность процесс привлечения денежных ресурсов из внешних источников представляет при создании новых предприятий. В этом случае процесс привлечения внешнего капитала имеет ряд особенностей, основными из которых являются следующие:

1. *К формированию капитала создаваемого предприятия не могут быть привлечены внутренние источники финансовых средств, которые на этой стадии его жизненного цикла отсутствуют.* Так, потребность в собственном капитале создаваемого предприятия не может быть удовлетворена за счет его прибыли, а потребность в заемном капитале — за счет внутренней кредиторской задолженности (счетов начислений), которые до начала функционирования предприятия еще не сформировались.

2. *Основу формирования стартового капитала создаваемого предприятия составляет собственный капитал*

его учредителей. Без внесения определенной части собственного капитала в создание нового предприятия привлечь заемный капитал довольно сложно (формирование стартового капитала создаваемого предприятия исключительно за счет заемного капитала может рассматриваться лишь как теоретическая возможность и в практике встречается очень редко).

3. *Стартовый капитал, формируемый в процессе создания нового предприятия, может быть привлечен его учредителями в любой форме.* Такими его формами могут выступать денежные средства; различные виды основных средств (здания, помещения, машины, оборудование и т.п.); различные виды материальных оборотных активов (запасы сырья, материалов, товаров, полуфабрикатов и т.п.); разнообразные нематериальные активы (патентные права на использование изобретений, права на промышленные образцы и модели, права использования торговой марки или товарного знака и т.п.); отдельные виды финансовых активов (различные виды ценных бумаг, обращающихся на фондовом рынке).

4. *Собственный капитал учредителей (участников) создаваемого предприятия вкладывается в него в форме уставного фонда (уставного капитала).* Его первоначальный размер декларируется уставом создаваемого предприятия.

5. *Особенности формирования уставного фонда (уставного капитала) нового предприятия определяются организационно-правовыми формами его создания.* Это формирование осуществляется под регулирующим воздействием со стороны государства. Так, государственные нормативно-правовые акты регламентируют минимальный размер уставного фонда (уставного капитала) предприятий, создаваемых в форме открытого акционерного общества и общества с ограниченной ответственностью. По корпоративным предприятиям, создаваемым в форме открытого акционерного общества, регламентируется также порядок проведения эмиссии акций, объем приобретения пакета акций его учредителями, минимальный объем приобретения акций всеми акционерами в период предусмотренного срока открытой подписки и некоторые другие аспекты первоначального формирования их капитала.

6. *Возможности и круг источников привлечения заемного капитала на стадии создания предприятия крайне ограничены.* Хотя в финансовых кругах бытует утверждение, что любая хорошая предпринимательская идея обязательно получит свое финансирование, это утверждение следует рассматривать как явное преувеличение (особенно в условиях экономики переходного типа). Современная практика показывает, что финансирование нового бизнеса кредиторами является довольно сложной, а иногда и трудноразрешимой задачей. При этом на первоначальной стадии формирования капитала предприятия к его созданию не могут быть привлечены такие заемные источники, как эмиссия облигаций, налоговый кредит и т.п.

7. *Формирование капитала создаваемого предприятия за счет заемных и привлеченных источников требует, как правило, подготовки специального документа — бизнес-плана.* Бизнес-план представляет собой основной документ, определяющий необходимость создания нового предприятия, в котором в общепринятой последовательности разделов излагаются его основные характеристики и прогнозируемые финансовые показатели. В бизнес-плане создания нового предприятия отражаются, как правило, следующие основные показатели: общая потребность в стартовом капитале, необходимом для начала функционирования предприятия; схема финансирования нового бизнеса, предлагаемая его учредителями; ожидаемые сроки возврата вложенного капитала инвесторам (кредиторам) и некоторые другие.

8. *Для подготовки бизнес-плана учредители создаваемого предприятия должны осуществить определенные предстартовые расходы капитала.* Эти расходы связаны с оплатой труда разработчиков бизнес-плана и финансированием связанных с этим исследований. Предстартовые расходы капитала в сумму уставного фонда (уставного капитала) создаваемого предприятия, как правило, не включаются.

9. *Риски, связанные с формированием (и последующим использованием) капитала создаваемого предприятия характеризуются довольно высоким уровнем.* Это предопределяет соответственно высокий уровень стоимости отдельных элементов заемного капитала, привлекаемого на стадии создания предприятия.

С учетом рассмотренной цели и особенностей формирования капитала создаваемого предприятия этот процесс строится на основе следующих принципов (рис. 14.2).

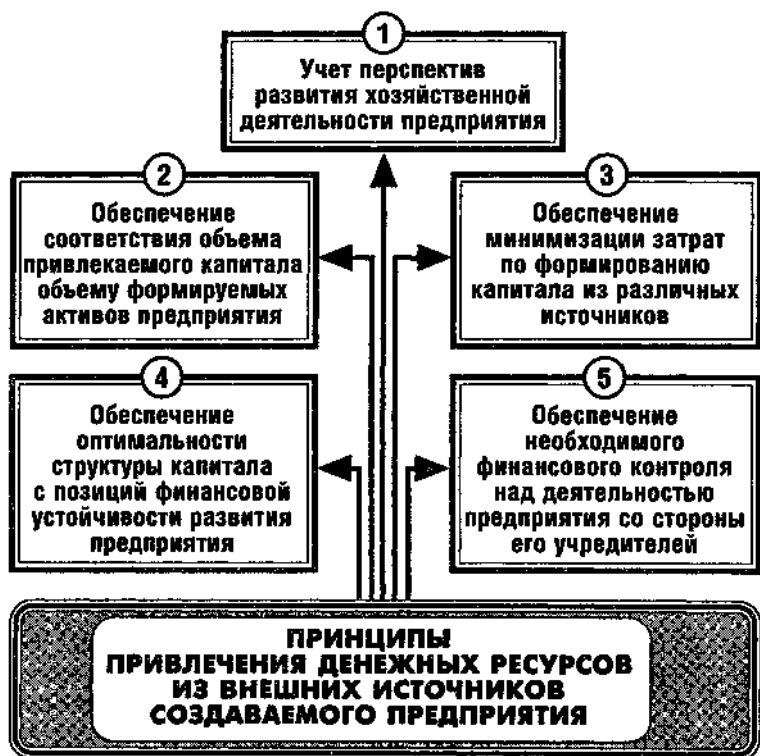


Рисунок 14.2. Основные принципы привлечения денежных ресурсов из внешних источников создаваемого предприятия

1. Учет перспектив развития хозяйственной деятельности предприятия. Процесс формирования объема и структуры создаваемого предприятия подчинен задачам обеспечения его хозяйственной деятельности не только на момент открытия, но и в ближайшей перспективе. Обеспечение этой перспективности формирования капитала создаваемого предприятия достигается путем учета в расчетах его потребности возможностей формирова-

ния определенной резервной части активов. Эта резервная часть отдельных видов активов (резервные производственные мощности, резервные запасы материальных оборотных средств, резервная сумма денежных активов и т.п.) должна обеспечить развитие создаваемого предприятия на ближайшем этапе его функционирования, пока предприятие не сможет генерировать необходимый капитал из внутренних источников.

2. Обеспечение соответствия объема привлекаемого капитала объему формируемых активов предприятия. Общая потребность в капитале создаваемого предприятия основывается на его совокупной потребности в формировании оборотных и внеоборотных активов. При этом следует учитывать, что на стадии создания круг активов предприятия носит ограниченный характер (ряд активов формируется лишь на последующих стадиях функционирования предприятия).

3. Обеспечение минимизации затрат по формированию капитала из различных источников. Такая минимизация осуществляется прежде всего в процессе управления привлечением различных форм заемного капитала, что требует соответствующей оценки стоимости отдельных альтернативных его элементов (банковского кредита в различных его видах, финансового лизинга, различных видов товарного кредита и т.п.). Минимизация затрат по формированию капитала создаваемого предприятия определяет условия последующего эффективного его использования.

4. Обеспечение оптимальности структуры капитала с позиций финансовой устойчивости развития предприятия. Этот принцип призван реализовать требования обеспечения финансового равновесия предприятия на первоначальном этапе за счет оптимизации соотношения собственного и заемного капитала. Реализация этого принципа достигается в процессе обоснования схемы финансирования нового бизнеса путем рассмотрения альтернативных его вариантов.

5. Обеспечение необходимого финансового контроля над деятельностью предприятия со стороны его учредителей. Соблюдение этого принципа играет особую роль при формировании капитала предприятий, создаваемых в форме

открытых акционерных обществ. Необходимый уровень такого контроля задается учредителями заранее и отражается в составе собственного капитала, формируемого предприятием.

С учетом рассмотренных принципов обосновываются конкретные схемы финансирования нового бизнеса. В этих схемах определяются принципиальные подходы к формированию структуры капитала, конкретные методы его привлечения, состав участников и кредиторов, уровень финансовой независимости и ряд других важных параметров создаваемого предприятия, формирующих будущую структуру его денежных потоков, генерируемых финансовой деятельностью.

При формировании структуры капитала создаваемого предприятия рассматриваются обычно две основные схемы его финансирования (рис. 14.3):

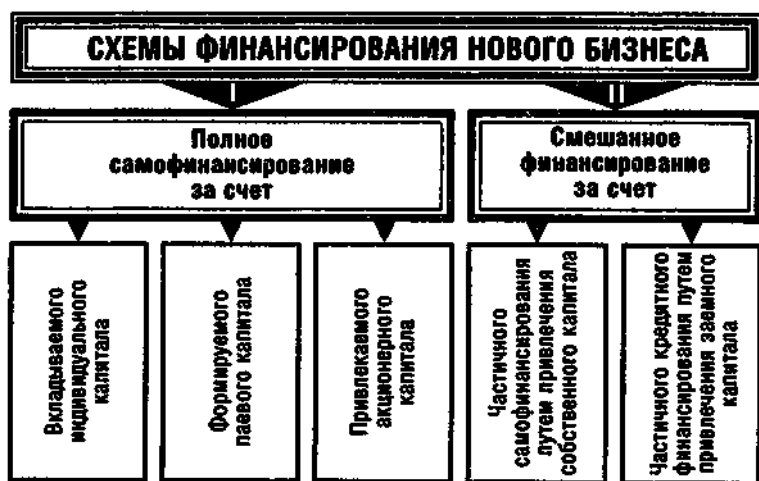


Рисунок 14.3. Принципиальные схемы финансирования нового бизнеса, используемые при формировании структуры капитала создаваемого предприятия

I. Полное самофинансирование предусматривает формирование капитала создаваемого предприятия исключительно за счет собственных его видов, соответствующих

щих организационно-правовым формам нового бизнеса. Такая схема финансирования, характеризующаяся в зарубежной практике термином "финансирование без левериджа" [unlevered], характерна лишь для первого этапа жизненного цикла предприятия, когда его доступ к заемным источникам капитала затруднен.

II. Смешанное финансирование предусматривает формирование капитала создаваемого предприятия за счет как собственных, так и заемных его видов, привлекаемых в различных пропорциях. На первоначальном этапе функционирования предприятия доля собственного капитала (доля самофинансирования нового бизнеса) обычно существенно превосходит долю заемного капитала (долю кредитного его финансирования).

Выбор схемы финансирования бизнеса за счет внешних источников формирования денежных ресурсов неразрывно связан с учетом особенностей использования как собственного, так и заемного капитала.

Собственный капитал характеризуется следующими основными *положительными особенностями*:

1. Простотой привлечения, так как решения, связанные с увеличением собственного капитала (особенно за счет внутренних источников его формирования) принимаются собственниками и менеджерами предприятия без необходимости получения согласия других хозяйствующих субъектов.

2. Более высокой способностью генерирования прибыли во всех сферах деятельности, т.к. при его использовании не требуется уплата ссудного процента во всех его формах.

3. Обеспечением финансовой устойчивости развития предприятия, его платежеспособности в долгосрочном периоде, а соответственно и снижением риска банкротства.

Вместе с тем, ему присущи следующие *недостатки*:

1. Ограниченность объема привлечения, а следовательно и возможностей существенного расширения операционной и инвестиционной деятельности предприятия в периоды благоприятной конъюнктуры рынка на отдельных этапах его жизненного цикла.

2. Высокая стоимость в сравнении с альтернативными заемными источниками формирования капитала.

3. Неиспользуемая возможность прироста коэффициента рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных финансовых средств, так как без такого привлечения невозможно обеспечить превышение коэффициента финансовой рентабельности деятельности предприятия над экономической.

Таким образом, *предприятие, использующее только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость (его коэффициент автономии равен единице), но ограничивает темпы своего развития (т.к. не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка) и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал.*

Заемный капитал характеризуется следующими *положительными особенностями*:

1. Достаточно широкими возможностями привлечения, особенно при высоком кредитном рейтинге предприятия, наличии залога или гарантии поручителя.

2. Обеспечением роста финансового потенциала предприятия при необходимости существенного расширения его активов и возрастания темпов роста объема его хозяйственной деятельности.

3. Более низкой стоимостью в сравнении с собственным капиталом за счет обеспечения эффекта "налогового щита" (изъятия затрат по его обслуживанию из налогооблагаемой базы при уплате налога на прибыль).

4. Способностью генерировать прирост финансовой рентабельности (коэффициента рентабельности собственного капитала).

В то же время использование заемного капитала имеет следующие *недостатки*:

1. Использование этого капитала генерирует наиболее опасные финансовые риски в хозяйственной деятельности предприятия — риск снижения финансовой устойчивости и потери платежеспособности. Уровень этих рисков возрастает пропорционально росту удельного веса использования заемного капитала.

2. Активы, сформированные за счет заемного капитала, генерируют меньшую (при прочих равных условиях) норму прибыли, которая снижается на сумму выплачиваемого ссудного процента во всех его формах (процента за банковский кредит; лизинговой ставки; купонного процента по облигациям; вексельного процента за товарный кредит и т.п.).

3. Высокая зависимость стоимости заемного капитала от колебаний конъюнктуры финансового рынка. В ряде случаев при снижении средней ставки ссудного процента на рынке использование ранее полученных кредитов (особенно на долгосрочной основе) становится предприятию невыгодным в связи с наличием более дешевых альтернативных источников кредитных ресурсов.

4. Сложность процедуры привлечения (особенно в больших размерах), так как предоставление кредитных ресурсов зависит от решения других хозяйствующих субъектов (кредиторов), требует в ряде случаев соответствующих сторонних гарантий или залога (при этом гарантии страховых компаний, банков или других хозяйствующих субъектов предоставляются, как правило, на платной основе).

Таким образом, *предприятие, использующее заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал своего развития (за счет формирования дополнительного объема активов) и возможности прироста финансовой рентабельности деятельности, однако в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу банкротства (возрастающие по мере увеличения удельного веса заемных средств в общей сумме используемого капитала).*

На выбор схемы финансирования и конкретных внешних источников формирования капитала создаваемого предприятия оказывает влияние ряд объективных и субъективных факторов. Основными из этих факторов являются:

1. Организационно-правовая форма создаваемого предприятия. Этот фактор определяет в первую очередь формы привлечения собственного капитала путем непосредственного его вложения инвесторами в уставный фонд создаваемого предприятия или его привлечения путем открытой или закрытой подписки на его акции.

2. Отраслевые особенности операционной деятельности предприятия. Характер этих особенностей определяет структуру активов предприятия, их ликвидность. Предприятия с высоким уровнем фондоемкости производства продукции в силу высокой доли внеоборотных активов имеют обычно низкий кредитный рейтинг и вынуждены ориентироваться при формировании капитала на собственные источники его привлечения. Кроме того, характер отраслевых особенностей определяет различную продолжительность операционного цикла (периода оборота оборотного капитала предприятия в днях). Чем ниже период операционного цикла, тем в большей степени (при прочих равных условиях) может быть использован заемный капитал, привлекаемый из разных источников.

3. Размер предприятия. Чем ниже этот показатель, тем в большей степени потребность в капитале на стадии создания предприятия может быть удовлетворена за счет собственных его источников и наоборот.

4. Стоимость капитала, привлекаемого из различных источников. В целом стоимость заемного капитала, привлекаемого из различных источников, обычно ниже, чем стоимость собственного капитала. Однако в разрезе отдельных источников привлечения заемных средств стоимость капитала существенно колеблется в зависимости от ожидаемого рейтинга кредитоспособности создаваемого предприятия, формы обеспечения кредита и ряда других условий.

5. Свобода выбора источников финансирования. Не все из источников доступны для отдельных создаваемых предприятий. Так, на средства государственного и местных бюджетов могут рассчитывать лишь отдельные наиболее значимые общегосударственные и коммунальные предприятия. Это же относится и к возможностям получения предприятиями целевых и льготных государственных кредитов, безвозмездного финансирования предприятий со стороны негосударственных финансовых фондов и институтов. Поэтому иногда спектр доступных источников формирования капитала создаваемого предприятия сводится к единственной альтернативе.

6. Конъюнктура рынка капитала. В зависимости от состояния этой конъюнктуры возрастает или снижается стоимость заемного капитала, привлекаемого из различных источников. При существенном возрастании этой стоимости прогнозируемый дифференциал финансового левериджа может достичь отрицательного значения (при котором использование заемного капитала приведет к убыточной операционной деятельности создаваемого предприятия).

7. Уровень налогообложения прибыли. В условиях низких ставок налога на прибыль или намечаемого использования создаваемым предприятием налоговых льгот по прибыли, разница в стоимости собственного и заемного формируемого капитала снижается. Это связано с тем, что эффект налогового корректора при использовании заемных средств уменьшается. В этих условиях более предпочтительным является формирование капитала создаваемого предприятия за счет собственных источников. В то же время при высокой ставке налогообложения прибыли существенно повышается эффективность привлечения капитала из заемных источников.

8. Мера принимаемого учредителями риска при формировании капитала. Неприятие высоких уровней рисков формирует консервативный подход учредителей к финансированию создания нового предприятия, при котором его основу составляет собственный капитал. И наоборот, стремление получить в будущем высокую прибыль на вкладываемый собственный капитал, невзирая на высокий уровень риска нарушения финансовой устойчивости создаваемого предприятия, формирует агрессивный подход к финансированию нового бизнеса, при котором заемный капитал используется в процессе создания предприятия в максимально возможном размере.

9. Задаваемый уровень концентрации собственного капитала для обеспечения требуемого финансового контроля. Этот фактор определяет обычно пропорции формирования собственного капитала в акционерном обществе. Он характеризует пропорции в объеме подписки на акции, приобретаемые его учредителями и прочими инвесторами (акционерами).

Учет перечисленных факторов позволяет целенаправленно избирать схему финансирования и структуру

внешних источников привлечения денежных ресурсов на предприятие в процессе его финансовой деятельности.

Различия в объемах и видах денежных потоков, генерируемых финансовой деятельностью предприятия, в значительной степени определяют уровень финансовых рисков, сопровождающих эту деятельность. Поэтому выбор тех или иных управленческих решений, связанных с формированием стоимости дополнительно привлекаемых денежных ресурсов или структуры их внешних источников, сводится к сознательному установлению соотношения уровня прибыли и риска, генерируемых финансовой деятельностью. Различия этих уровней формируют три основных типа политики финансирования развития предприятия (или финансирования его активов):

- 1) агрессивную политику финансирования;
- 2) умеренную (или компромиссную) политику финансирования;
- 3) консервативную политику финансирования.

Выбор соответствующего типа политики финансирования связан с предварительным выделением на предприятии следующих трех групп активов:

- а) *Внеоборотные активы.*
- б) *Постоянная часть оборотных активов.* Она представляет собой неизменную часть совокупного их размера, которая не зависит от сезонных и других колебаний объема операционной деятельности и не связана с формированием запасов сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения. Иными словами, она рассматривается как неснижаемый минимум оборотных активов, необходимый предприятию для осуществления текущей операционной деятельности.
- в) *Переменная часть оборотных активов.* Она представляет собой варьирующую часть их совокупного размера, которая связана с сезонным возрастанием объема реализации продукции, необходимостью формирования в отдельные периоды деятельности предприятия товарных запасов сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения. В составе этой переменной части оборотных активов выделяют *максимальную и среднюю* потребность в них.

Характер политики финансирования этих активов при различных ее типах представлен на рис. 14.4.

СОСТАВ АКТИВОВ ПРЕДПРИЯТИЯ	Консервативный подход к финансированию активов предприятия	Умеренный или компромиссный подход к финансированию активов предприятия	Агрессивный подход к финансированию активов предприятия
Переменная часть оборотных активов	КЗК	КЗК	КЗК
Постоянная часть оборотных активов	ДЗК+СК	ДЗК+СК	
Внеоборотные активы			ДЗК+СК

Условные обозначения:

КЗК — краткосрочный заемный капитал; ДЗК — долгосрочный заемный капитал; СК — собственный капитал.

Рисунок 14.4. Принципиальные подходы к финансированию активов предприятия

В зависимости от своего отношения к финансовым рискам менеджеры предприятия избирают один из рассмотренных вариантов финансирования активов, дифференцируя соответственно объемы и виды денежных потоков, генерируемых финансовой деятельностью.

14.3. МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ ПРИВЛЕЧЕНИЕМ ДЕНЕЖНЫХ РЕСУРСОВ НА ОСНОВЕ ФИНАНСОВОГО ЛЕВЕРИДЖА

Главная задача финансовой деятельности предприятия — привлечение и обслуживание денежных ресурсов за счет внешних источников — реализуется разными

методами. Одним из основных механизмов реализации этой задачи является “финансовый леверидж”.

Финансовый леверидж характеризует использование предприятием заемных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, финансовый леверидж представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме используемого предприятием капитала, позволяющий ему получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

Показатель, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли на собственный капитал при различной доле использования заемных средств, называется *эффектом финансового левериджа*. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ЭФЛ} = (1 - C_{\text{нп}}) \times (KBP_A - PK) \times \frac{ЗК}{СК},$$

где ЭФЛ — эффект финансового левериджа, заключающийся в приросте коэффициента рентабельности собственного капитала, %;

$C_{\text{нп}}$ — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

KBP_A — коэффициент валовой рентабельности активов (отношение валовой прибыли к средней стоимости активов), %;

ПК — средний размер процентов за кредит, уплачиваемых предприятием за использование заемного капитала, %;

ЗК — средняя сумма используемого предприятием заемного капитала;

СК — средняя сумма собственного капитала предприятия.

Рассмотрим механизм формирования эффекта финансового левериджа на следующем примере (табл. 14.1):

Рассматривая приведенные данные, можно увидеть, что по предприятию “А” эффект финансового левериджа отсутствует, так как оно не использует в своей хозяйственной деятельности заемный капитал. По предприятию “Б” этот эффект составляет:

$$\text{ЭФЛ} = (1 - 0,3) \times (20 - 10) \times \frac{200}{800} = 1,75\%.$$

Таблица 14.1.
Формирование эффекта финансового левериджа
(усл. ден. единиц)

№ п/п	Показатели	Предприятия		
		"А"	"Б"	"В"
1	2	3	4	5
1.	Средняя сумма всего используемого капитала (активов) в рассматриваемом периоде	1000	1000	1000
	из нее:			
2.	Средняя сумма собственного капитала	1000	800	500
3.	Средняя сумма заемного капитала	—	200	500
4.	Сумма валовой прибыли (без учета расходов по уплате процентов за кредит)	200	200	200
5.	Коэффициент валовой рентабельности активов (без учета расходов по уплате процентов за кредит), %	20	20	20
6.	Средний уровень процентов за кредит, %	10	10	10
7.	Сумма процентов за кредит, уплаченная за использование заемного капитала			
	$\left(\frac{\text{гр. 3} \times \text{гр. 6}}{100} \right)$	—	20	50
8.	Сумма валовой прибыли предприятия с учетом расходов по уплате процентов за кредит (гр. 4 – гр. 7)	200	180	150
9.	Ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью	0,3	0,3	0,3

Окончание таблицы 14.1.

1	2	3	4	5
10.	Сумма налога на прибыль (гр. 8 × гр. 9)	60	54	45
11.	Сумма чистой прибыли, остающейся в распоря- жении предприятия после уплаты налога (гр. 8 – гр. 10)	140	126	105
12.	Коэффициент рентабель- ности собственного ка- питала или коэффициент финансовой рентабельно- сти, % $\left(\frac{\text{гр.11} \times 100}{\text{гр.2}} \right)$	14,00	15,75	21,00
13.	Прирост рентабельности собственного капитала в связи с использованием за- емного капитала, в % (по отношению к предприя- тию "А")	—	1,75	7,00

Соответственно по предприятию "В" этот эф-
фект составляет:

$$\text{ЭФЛ} = (1 - 0,3) \times (20 - 10) \times \frac{500}{500} = 7,00\%.$$

Из результатов проведенных расчетов видно,
что чем выше удельный вес заемных средств в об-
щей сумме используемого предприятием капитала,
тем больший уровень прибыли оно получает на соб-
ственный капитал.

Механизм формирования эффекта финансового ле-
вериджа может быть выражен графически. С использо-
ванием данных рассмотренного выше примера такой гра-
фик приведен на рис. 14.5.

Рассматривая ранее приведенную формулу расчета
эффекта финансового левериджа, можно выделить в ней
три основные составляющие:

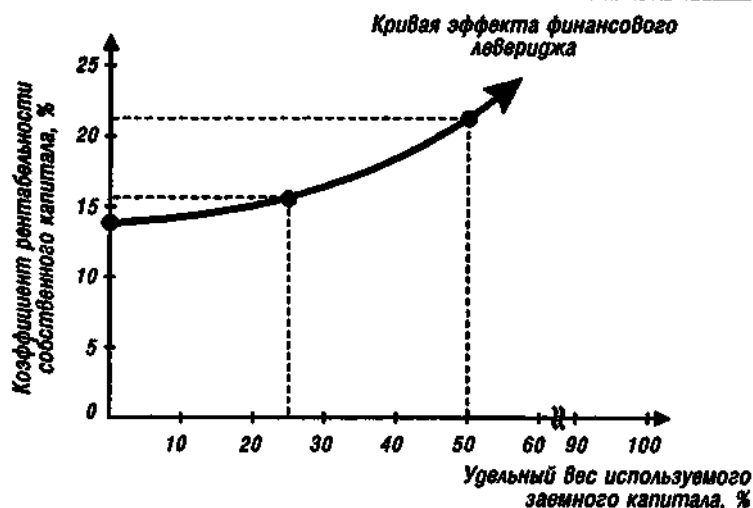


Рисунок 14.5. График формирования эффекта финансового левериджа

1) *Налоговый корректор финансового левериджа* ($1 - C_{\text{нп}}$), который показывает в какой степени проявляется эффект финансового левериджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли.

2) *Дифференциал финансового левериджа* ($KBP_a - PK$), который характеризует разницу между коэффициентом валовой рентабельности активов и средним размером процента за кредит.

3) *Коэффициент финансового левериджа* ($ЗК/СК$), который характеризует сумму заемного капитала, используемого предприятием, в расчете на единицу собственного капитала.

Выделение этих составляющих позволяет целенаправленно управлять эффектом финансового левериджа в процессе финансовой деятельности предприятия.

Налоговый корректор финансового левериджа практически не зависит от деятельности предприятия, так как ставка налога на прибыль устанавливается законодательно. Вместе с тем, в процессе управления финансовым левериджем дифференцированный налоговый корректор может быть использован в следующих случаях:

- а) если по различным видам деятельности предприятия установлены дифференцированные ставки налогообложения прибыли;
- б) если по отдельным видам деятельности предприятие использует налоговые льготы по прибыли;
- в) если отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в свободных экономических зонах своей страны, где действует льготный режим налогообложения прибыли;
- г) если отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в государствах с более низким уровнем налогообложения прибыли.

В этих случаях, воздействуя на отраслевую или региональную структуру производства (а соответственно и на состав прибыли по уровню ее налогообложения), можно снизив среднюю ставку налогообложения прибыли повысить воздействие налогового корректора финансового левериджа на его эффект (при прочих равных условиях).

Дифференциал финансового левериджа является главным условием, формирующим положительный эффект финансового левериджа. Этот эффект проявляется только в том случае, если уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия, превышает средний размер процента за используемый кредит (включающий не только его прямую ставку, но и другие удельные расходы по его привлечению, страхованию и обслуживанию), т.е. если дифференциал финансового левериджа является положительной величиной. *Чем выше положительное значение дифференциала финансового левериджа, тем выше при прочих равных условиях будет его эффект.*

В связи с высокой динамичностью этого показателя он требует постоянного мониторинга в процесс управления эффектом финансового левериджа. Этот динамизм обусловлен действием ряда факторов.

Прежде всего, в период ухудшения конъюнктуры финансового рынка (в первую очередь, сокращения объема предложения на нем свободного капитала) стоимость заемных средств может резко возрасти, превысив уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия.

Кроме того, снижение финансовой устойчивости предприятия в процессе повышения доли используемого заемного капитала приводит к увеличению риска его банк-

ротства, что вынуждает кредиторов увеличивать уровень ставки процента за кредит с учетом включения в нее премии за дополнительный финансовый риск. При определенном уровне этого риска (а соответственно и уровне общей ставки процента за кредит) дифференциал финансового левериджа может быть сведен к нулю (при котором использование заемного капитала не даст прироста рентабельности собственного капитала) и даже иметь отрицательную величину (при которой рентабельность собственного капитала снизится, так как часть чистой прибыли, генерируемой собственным капиталом, будет уходить на обслуживание используемого заемного капитала по высоким ставкам процента).

Наконец, в период ухудшения конъюнктуры товарного рынка сокращается объем реализации продукции, а соответственно и размер валовой прибыли предприятия от операционной деятельности. В этих условиях отрицательная величина дифференциала финансового левериджа может формироваться даже при неизменных ставках процента за кредит за счет снижения коэффициента валовой рентабельности активов.

Формирование отрицательного значения дифференциала финансового левериджа по любой из вышеперечисленных причин всегда приводит к снижению коэффициента рентабельности собственного капитала. В этом случае использование предприятием заемного капитала дает отрицательный эффект.

Коэффициент финансового левериджа является тем рычагом (*leverage* в дословном переводе — *рычаг*), который мультиплицирует (пропорционально мультипликатору или коэффициенту изменяет) положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет соответствующего значения его дифференциала. При положительном значении дифференциала любой прирост коэффициента финансового левериджа будет вызывать еще больший прирост коэффициента рентабельности собственного капитала, а при отрицательном значении дифференциала прирост коэффициента финансового левериджа будет приводить к еще большему темпу снижения коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, прирост коэффициента финансового левериджа мультиплицирует еще больший прирост его эффекта (положительного или отрицательного в зависимости от

положительной или отрицательной величины дифференциала финансового левериджа). Аналогично снижение коэффициента финансового левериджа будет приводить к обратному результату, снижая в еще большей степени его положительный или отрицательный эффект.

Таким образом, при неизменном дифференциале коэффициент финансового левериджа является главным генератором как возрастания суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансового риска потери этой прибыли. Аналогичным образом, при неизменном коэффициенте финансового левериджа положительная или отрицательная динамика его дифференциала генерирует как возрастание суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансовый риск ее потери.

Знание механизма воздействия финансового левериджа на уровень прибыльности собственного капитала и уровень финансового риска позволяет целенаправленно управлять денежными потоками в процессе финансовой деятельности предприятия.

Глава 15.

УПРАВЛЕНИЕ СОБСТВЕННЫМИ ДЕНЕЖНЫМИ РЕСУРСАМИ, ПРИВЛЕКАЕМЫМИ ИЗ ВНЕШНИХ ИСТОЧНИКОВ

15.1. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ОТДЕЛЬНЫХ ЭЛЕМЕНТОВ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ

Эффективность привлечения и обслуживания собственного капитала, формируемого из внешних источников, требует проведения предварительной оценки стоимости всех основных его элементов как базис обоснования альтернативных управленческих решений. Такая оценка проводится с учетом ранее рассмотренных методологических принципов.

Оценка стоимости собственного капитала имеет ряд особенностей, основными из которых являются:

а) *необходимость постоянной корректировки балансовой суммы собственного капитала в процессе осуществления оценки.* Такая корректировка основана на результатах переоценки стоимости активов, сформированных за счет собственного капитала, в соответствии с рыночной их стоимостью. При этом корректировке подлежит только используемая часть собственного капитала, так как вновь привлекаемый собственный капитал оценен в текущей рыночной стоимости;

б) *оценка стоимости вновь привлекаемого собственного капитала носит вероятностный, а следовательно, в значительной мере условный характер.* Если привлечение заемного капитала основывается на определенных контрактных или иных фиксированных обязательствах предприятия, то привлечение основной суммы собственного капитала таких контрактных обязательств не содержит (за исключением эмиссии привилегированных акций). Любые обязательства предприятия по выплате процентов на паевой капитал, дивидендов держателям простых акций и т.п., не носят характер контрактных обязательств и являются лишь расчетными плановыми величинами, которые могут быть скорректированы по результатам предстоящей хозяйственной деятельности;

в) *суммы выплат собственникам капитала входят в состав налогооблагаемой прибыли, что увеличивает стоимость собственного капитала в сравнении с заемным.* Выплаты собственникам капитала в форме процентов и дивидендов осуществляются за счет чистой прибыли предприятия, в то время как выплаты процентов за используемый заемный капитал осуществляются за счет издержек (себестоимости), а следовательно в состав налогооблагаемой базы по прибыли не входят. Это определяет более высокий уровень стоимости вновь привлекаемого собственного капитала в сравнении с заемным;

г) *привлечение собственного капитала связано с более высоким уровнем риска инвесторов, что увеличивает его стоимость на размер премии за риск.* Это связано с тем, что претензии собственников основной части этого капитала (за исключением владельцев привилегированных акций) подлежат удовлетворению при банкротстве предприятия в последнюю очередь;

д) *привлечение собственного капитала не связано, как правило, с возвратным денежным потоком по основной его сумме, что определяет выгодность использования этого источника предприятием несмотря на более высокую его стоимость.* Если по заемному капиталу возвратный денежный поток наряду с платежами по его обслуживанию включает и возврат суммы основного долга в установленные сроки, то по привлекаемому собственному капиталу возвратный денежный поток включает, как правило, только платежи процентов и дивидендов собственникам (за исключением отдельных случаев выкупа предприятием собственных акций или паев). Это определяет будущую безопасность использования собственного капитала с позиций обеспечения платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия, что стимулирует его готовность идти на более высокую стоимость привлечения этого капитала.

С учетом этих особенностей рассмотрим механизм оценки и управления стоимостью собственного капитала. Базовые элементы такой оценки и управления стоимостью приведены на рис. 15.1.

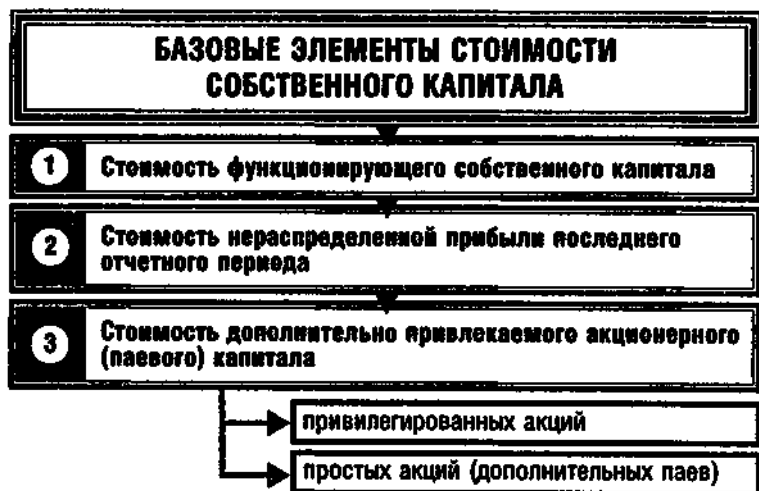


Рисунок 15.1. Система базовых элементов оценки и управления стоимостью собственного капитала предприятия

1. **Стоимость функционирующего собственного капитала** имеет наиболее надежный базис расчета в виде отчетных данных предприятия. В процессе такой оценки учитываются:

а) *средняя сумма используемого собственного капитала в отчетном периоде по балансовой стоимости.* Этот показатель служит исходной базой корректировки суммы собственного капитала с учетом текущей рыночной его оценки. Расчет этого показателя осуществляется по методу средней хронологической за ряд внутренних отчетных периодов;

б) *средняя сумма используемого собственного капитала в текущей рыночной оценке.* Методика расчета этого показателя основана на переоценке чистых активов предприятия;

в) *сумма выплат собственникам капитала (в форме процентов, дивидендов и т.п.) за счет чистой прибыли предприятия.* Эта сумма и представляет собой ту цену, которую предприятие платит за используемый капитал собственников. В большинстве случаев эту цену определяют сами собственники, устанавливая размер процентов или дивидендов на вложенный капитал в процессе распределения чистой прибыли.

Стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде определяется по следующей формуле:

$$СК_{\text{ФО}} = \frac{\text{ЧП}_C \times 100}{\overline{СК}},$$

где $СК_{\text{ФО}}$ — стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде, %;

ЧП_C — сумма чистой прибыли, выплаченная собственникам предприятия в процессе ее распределения за отчетный период;

$\overline{СК}$ — средняя сумма собственного капитала предприятия в отчетном периоде.

Процесс управления стоимостью этого элемента собственного капитала связан с формированием операционной прибыли предприятия и осуществляемой им политической распределения прибыли.

Соответственно стоимость функционирующего собственного капитала в плановом периоде определяется по формуле:

$$СК_{ФП} = СК_{ФО} \times ПВт,$$

где $СК_{ФП}$ — стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в плановом периоде, %;

$СК_{ФО}$ — стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде, %;

$ПВт$ — планируемый темп роста выплат прибыли собственникам на единицу вложенного капитала, выраженный десятичной дробью.

2. Стоимость нераспределенной прибыли последнего отчетного периода оценивается с учетом определенных прогнозных расчетов. Так как нераспределенная прибыль представляет собой ту капитализированную ее часть, которая будет использована в предстоящем периоде, то ценой сформированной нераспределенной прибыли выступают планируемые на ее сумму выплаты собственникам, которым она принадлежит.

Такой подход к оценке нераспределенной прибыли основан на том, что если бы она была выплачена собственникам капитала при ее распределении по результатам отчетного периода, то они, инвестировав ее в любые объекты, получили бы определенную прибыль, которая являлась бы ценой этого инвестированного капитала. Но собственники предпочли инвестировать эту прибыль в собственное предприятие, следовательно, ее ценой выступает планируемая к распределению сумма чистой прибыли предстоящего периода на эту часть инвестируемого капитала.

С учетом такого подхода стоимость нераспределенной прибыли (СНП) приравнивается к стоимости функционирующего собственного капитала предприятия ($СК_{ФП}$) в плановом периоде:

$$СНП = СК_{ФП}.$$

Такой подход позволяет сделать следующий вывод: коль скоро стоимость функционирующего собственного капитала в плановом периоде и стоимость нераспределенной прибыли в этом же периоде равны, при оценке

средневзвешенной стоимости капитала в плановом периоде эти элементы капитала могут рассматриваться как единый суммированный элемент, т.е. включаться в оценку с единым суммированным удельным весом.

Процесс управления стоимостью нераспределенной прибыли определяется прежде всего сферой ее использования — инвестиционной деятельностью. Поэтому цели управления этой частью капитала подчинены целям инвестиционной политики предприятия и соответственно норма инвестиционной прибыли (внутренняя ставка доходности) всегда должна соотноситься с уровнем стоимости нераспределенной прибыли.

3. Стоимость дополнительно привлекаемого акционерного (паевого) капитала рассчитывается в процессе оценки дифференцированно по привилегированным акциям и по простым акциям (или дополнительно привлекаемым паям).

Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет эмиссии привилегированных акций определяется с учетом фиксированного размера дивидендов, который по ним заранее предопределен. Это значительно упрощает процесс определения стоимости данного элемента капитала, так как обслуживание обязательств по привилегированным акциям во многом совпадает с обслуживаем обязательств по заемному капиталу. Однако существенным различием в характере этого обслуживания с позиций оценки стоимости является то, что выплаты по обслуживанию заемного капитала относятся на издержки (себестоимость) и поэтому исключены из состава налогооблагаемой прибыли, а дивидендные выплаты по привилегированным акциям осуществляются за счет чистой прибыли предприятия, т.е. не имеют “налогового щита”. Кроме выплаты дивидендов, к расходам предприятия относятся также эмиссионные затраты по выпуску акций (так называемые “издержки размещения”), которые составляют ощутимую величину.

С учетом этих особенностей стоимость дополнительно привлекаемого капитала за счет эмиссии привилегированных акций рассчитывается по формуле:

$$ССК_{\text{пр}} = \frac{Д_{\text{пр}} \times 100}{K_{\text{пр}} \times (1 - ЭЗ)},$$

где $ССК_{пр}$ — стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций, %;

$Д_{пр}$ — сумма дивидендов, предусмотренных к выплате в соответствии с контрактными обязательствами эмитента;

$К_{пр}$ — сумма собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций;

$ЭЗ$ — затраты по эмиссии акций, выраженные в десятичной дроби по отношению к сумме эмиссии.

Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет эмиссии простых акций (или дополнительно привлекаемых паев) требует учета таких показателей:

а) суммы дополнительной эмиссии простых акций (или суммы дополнительно привлекаемых паев);

б) суммы дивидендов, выплаченных в отчетном периоде на одну акцию (или суммы прибыли выплаченной собственникам на единицу капитала);

в) планируемого темпа роста выплат прибыли собственникам капитала в форме дивидендов (или процентов);

г) планируемых затрат по эмиссии акций (или привлечению дополнительного паявого капитала).

В процессе привлечения этого вида собственного капитала следует иметь в виду, что по стоимости он является наиболее дорогим, так как расходы по его обслуживанию не уменьшают базу налогообложения прибыли, а премия за риск — наиболее высокая, так как этот капитал при банкротстве предприятия защищен в наименьшей степени.

Расчет стоимости дополнительного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев), осуществляется по следующей формуле:

$$ССК_{ПА} = \frac{K_A \times Д_{ПА} \times ПВ_T \times 100}{K_{ПА} \times (1 - ЭЗ)},$$

где $ССК_{ПА}$ — стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев), %;

K_A — количество дополнительно эмитируемых акций;

ДПА — сумма дивидендов, выплаченных на одну простую акцию в отчетном периоде (или выплат на единицу паев), %;

ПВ_т — планируемый темп выплат дивидендов (процентов по паям), выраженный десятичной дробью;

КПА — сумма собственного капитала, привлеченного за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев);

ЭЗ — затраты по эмиссии акций, выраженные в десятичной дроби по отношению к сумме эмиссии акций (дополнительных паев).

Процесс управления стоимостью привлечения собственного капитала за счет внешних источников характеризуется высоким уровнем сложности и требует соответственно высокой квалификации исполнителей. Это управление осуществляется путем разработки и реализации эмиссионной политики предприятия, а также его дивидендной политики (или политики распределения прибыли).

С учетом оценки стоимости отдельных составных элементов собственного капитала и удельного веса каждого из этих элементов в общей сумме его привлечения может быть рассчитан показатель средневзвешенной стоимости собственных денежных ресурсов предприятия.

15.2. УПРАВЛЕНИЕ ПРИВЛЕЧЕНИЕМ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА

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

С позиции управления денежными потоками *основной целью* эмиссионной политики является привлечение на фондовом рынке необходимого объема собственных денежных ресурсов в минимально возможные сроки. С учетом сформулированной цели эмиссионная политика предприятия представляет собой часть общей политики формирования собственных денежных ресурсов, заключающей-

ся в обеспечении привлечения необходимого их объема за счет выпуска и размещения на фондовом рынке собственных акций.

Разработка эффективной эмиссионной политики предприятия охватывает следующие этапы (рис. 15.2).

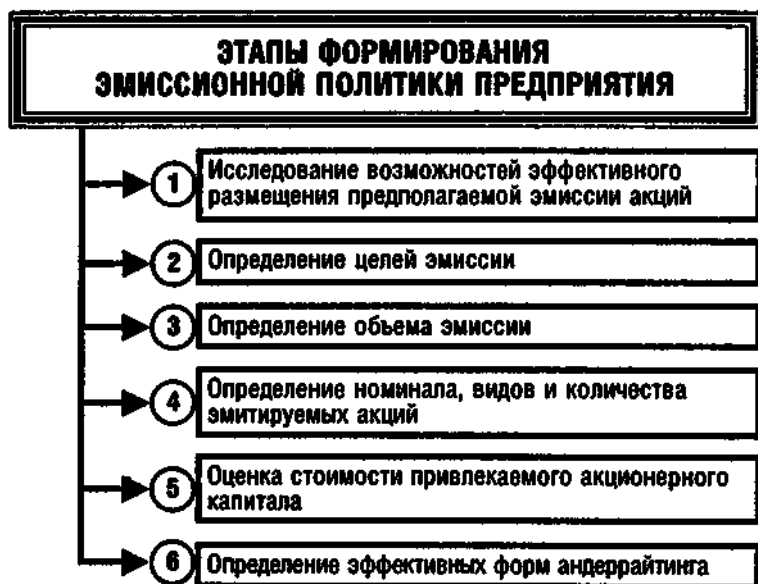


Рисунок 15.2. Основные этапы формирования эмиссионной политики предприятия при увеличении акционерного капитала

1. Исследование возможностей эффективного размещения предполагаемой эмиссии акций. Решение о предполагаемой первичной (при преобразовании предприятия в акционерное общество) или дополнительной (если предприятие уже создано в форме акционерного общества и нуждается в дополнительном притоке собственного капитала) эмиссии акций можно принять лишь на основе всестороннего предварительного анализа конъюнктуры фондового рынка и оценки инвестиционной привлекательности своих акций.

Анализ конъюнктуры фондового рынка (биржевого и внебиржевого) включает характеристику состояния спроса

и предложения акций, динамику уровня цен их котировки, объемов продаж акций новых эмиссий и ряда других показателей. Результатом проведения такого анализа является определение уровня чувствительности реагирования фондового рынка на появление новой эмиссии и оценка его потенциала поглощения эмитируемых объемов акций.

Оценка инвестиционной привлекательности своих акций проводится с позиции учета перспективности развития отрасли (в сравнении с другими отраслями), конкурентоспособности производимой продукции, а также уровня показателей своего финансового состояния (в сравнении со среднеотраслевыми показателями). В процессе оценки определяется возможная степень инвестиционной предпочтительности акций своей компании в сравнении с обращающимися акциями других компаний.

2. **Определение целей эмиссии.** В связи с высокой стоимостью привлечения собственного капитала из внешних источников цели эмиссии должны быть достаточно весомыми с позиций стратегического развития предприятия и возможностей существенного повышения его рыночной стоимости в предстоящем периоде. Основными из таких целей, которыми предприятие руководствуется, прибегая к этому источнику формирования собственного капитала, являются:

- а) реальное инвестирование, связанное с отраслевой (подотраслевой) и региональной диверсификацией производственной деятельности (создание сети новых филиалов, дочерних фирм, новых производств с большим объемом выпуска продукции и т.п.);
- б) необходимость существенного улучшения структуры используемого капитала (повышение доли собственного капитала с целью роста уровня финансовой устойчивости; обеспечение более высокого уровня собственной кредитоспособности и снижение за счет этого стоимости привлечения заемного капитала; повышение эффекта финансового левериджа и т.п.);
- в) намечаемое поглощение других предприятий с целью получения эффекта синергизма (участие в приватизации сторонних государственных предприятий также может рассматриваться как вариант их поглощения, если при этом обеспечивается приоб-

ретенные контрольный пакет акций или преимущественная доля в уставном фонде);

- г) иные инвестиционные цели, требующие быстрой аккумуляции значительного объема собственного капитала.

3. Определение объема эмиссии. При определении объема эмиссии необходимо исходить из ранее рассчитанной потребности в привлечении собственных инвестиционных ресурсов за счет внешних источников.

4. Определение номинала, видов и количества эмитируемых акций. Номинал акций определяется с учетом основных категорий предстоящих их покупателей (наибольшие номиналы акций ориентированы на их приобретение институциональными инвесторами, а наименьшие — на приобретение населением). В процессе определения видов акций (простых и привилегированных) устанавливается целесообразность выпуска привилегированных акций; если такой выпуск признан целесообразным, то устанавливается соотношение простых и привилегированных акций (при этом следует иметь в виду, что в соответствии с действующим законодательством доля привилегированных акций не может превышать 10% общего объема эмиссии). Количество эмитируемых акций определяется исходя из объема эмиссии и номинала одной акции (в процессе одной эмиссии может быть установлен лишь один вариант номинала акций).

5. Оценка стоимости привлекаемого акционерного капитала. В соответствии с принципами такой оценки она осуществляется по двум параметрам: а) предполагаемому уровню дивидендов (он определяется исходя из избранного типа дивидендной политики); б) затрат по выпуску акций и размещению эмиссии (приведенных к среднегодовому размеру). Расчетная стоимость привлекаемого капитала сопоставляется с фактической средневзвешенной стоимостью капитала и средним уровнем ставки процента на рынке капитала. Лишь после этого принимается окончательное решение об осуществлении эмиссии акций.

6. Определение эффективных форм андеррайтинга. Для того, чтобы быстро и эффективно провести открытое размещение эмитируемого объема акций, необходимо

определить состав андеррайтеров, согласовать с ними цены начальной котировки акций и размер комиссионного вознаграждения, обеспечить регулирование объемов продажи акций в соответствии с потребностями в потоке поступления финансовых средств, обеспечивающих поддержание ликвидности уже размещенных акций на первоначальном этапе их обращения. С учетом возросшего объема собственного капитала предприятие имеет возможность используя неизменный коэффициент финансового левериджа соответственно увеличить объем привлекаемых заемных средств, а следовательно и повысить рентабельность собственного капитала.

15.3. ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА

Одной из функций управления денежными потоками предприятия в процессе финансовой деятельности является выплата вознаграждений собственным инвесторам (участникам) за вложенный капитал в форме процентов, дивидендов и т.п. Принципы формирования таких выплат определяются понятием “дивидендная политика”.

Термин “дивидендная политика” связан с распределением прибыли в акционерных обществах. Однако рассматриваемые в этом разделе принципы и методы распределения прибыли применимы не только к акционерным обществам, но и к предприятиям любой иной организационно-правовой формы деятельности (в этом случае меняться будет только терминология — вместо терминов акция и дивиденд будут использоваться термины пай, вклад и прибыль на вклад; механизм же выплаты доходов собственникам останется таким же). Распределение прибыли в акционерном обществе представляет собой наиболее сложный его вариант и поэтому избран для рассмотрения всех аспектов этого механизма. В принципе же в более широком трактовании под термином “дивидендная политика” можно понимать механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственнику, в соответствии с долей его вклада в общую сумму собственного капитала предприятия.

Основной целью разработки дивидендной политики является установление необходимой пропорциональности

между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом, максимизирующим рыночную стоимость предприятия и обеспечивающим стратегическое его развитие.

Исходя из этой цели понятие дивидендной политики может быть сформулировано следующим образом: дивидендная политика представляет собой механизм формирования собственных инвестиционных ресурсов, обеспечивающий оптимизацию пропорций между потребляемой и капитализируемой ее частями с целью максимизации рыночной стоимости предприятия.

Формированию оптимальной дивидендной политики в странах с развитой рыночной экономикой посвящены многочисленные теоретические исследования. Наиболее распространенными теориями, связанными с механизмом формирования дивидендной политики, являются:

1. Теория независимости дивидендов. Ее авторы — Ф. Модильяни и М. Миллер утверждают, что избранная дивидендная политика не оказывает никакого влияния ни на рыночную стоимость предприятия (цену акций), ни на благосостояние собственников в текущем или перспективном периоде, так как эти показатели зависят от суммы формируемой, а не распределяемой прибыли. В соответствии с этой теорией дивидендной политике отводится пассивная роль в механизме управления прибылью. При этом свою теорию они сопровождали значительным количеством ограничений, которые в реальной практике управления прибылью обеспечить невозможно. Несмотря на свою уязвимость в плане практического использования, теория ММ стала отправным пунктом поиска более оптимальных решений механизма формирования дивидендной политики.

2. Теория предпочтительности дивидендов (или *“синица в руках”*). Ее авторы — М. Гордон и Д. Линтнер утверждают, что каждая единица текущего дохода (выплаченного в форме дивидендов) в силу того, что она *“очищена от риска”* стоит всегда больше, чем доход отложенный на будущее, в связи с присущим ему риском. Исходя из этой теории максимизация дивидендных выплат предпочтительней, чем капитализация прибыли. Однако противники этой теории утверждают, что в большинстве

случаев полученный в форме дивидендов доход все равно реинвестируется затем в акции своей или аналогичной акционерной компании, что не позволяет использовать фактор риска как аргумент в пользу той или иной дивидендной политики (фактор риска может быть учтен лишь менталитетом собственников; он определяется уровнем риска хозяйственной деятельности той или иной компании, а не характером дивидендной политики).

3. Теория минимизации дивидендов (или *“теория налоговых предпочтений”*). В соответствии с этой теорией эффективность дивидендной политики определяется критерием минимизации налоговых выплат по текущим и предстоящим доходам собственников. А так как налогообложение текущих доходов в форме получаемых дивидендов всегда выше, чем предстоящих (с учетом фактора стоимости денег во времени, налоговых льгот на капитализируемую прибыль и т.п.), дивидендная политика должна обеспечивать минимизацию дивидендных выплат, а соответственно максимизацию капитализации прибыли с тем, чтобы получить наивысшую налоговую защиту совокупного дохода собственников. Однако такой подход к дивидендной политике не устраивает многочисленных мелких акционеров с низким уровнем доходов, постоянно нуждающихся в текущих их поступлениях в форме дивидендных выплат (что снижает объем спроса на акции таких компаний, а соответственно и котируемую рыночную цену этих акций).

4. Сигнальная теория дивидендов (или *“теория сигнализирования”*). Эта теория построена на том, что основные модели оценки текущей реальной рыночной стоимости акций в качестве базисного элемента используют размер выплачиваемых по ней дивидендов. Таким образом рост уровня дивидендных выплат определяет автоматическое возрастание реальной, а соответственно и котируемой рыночной стоимости акций, что при их реализации приносит акционерам дополнительный доход. Кроме того, выплата высоких дивидендов *“сигнализирует”* о том, что компания находится на подъеме и ожидает существенный рост прибыли в предстоящем периоде. Эта теория неразрывно связана с высокой *“прозрачностью”* фондового рынка, на котором оперативно полученная информация

оказывает существенное влияние на колебания рыночной стоимости акций.

5. Теория соответствия дивидендной политики составу акционеров (или “теория клиентуры”) В соответствии с этой теорией компания должна осуществлять такую дивидендную политику, которая соответствует ожиданиям большинства акционеров, их менталитету. Если основной состав акционеров (“клиентура” акционерной компании) отдает предпочтение текущему доходу, то дивидендная политика должна исходить из преимущественного направления прибыли на цели текущего потребления. И наоборот, если основной состав акционеров отдает предпочтение увеличению своих предстоящих доходов, то дивидендная политика должна исходить из преимущественной капитализации прибыли в процессе ее распределения. Та часть акционеров, которая с такой дивидендной политикой будет не согласна, реинвестирует свой капитал в акции других компаний, в результате чего состав “клиентуры” станет более однородным.

Практическое использование этих теорий позволило выработать три подхода к формированию дивидендной политики — “консервативный”, “умеренный” (“компромиссный”) и “агрессивный”. Каждому из этих подходов соответствует определенный *тип дивидендной политики* (табл. 15.1).

1. Остаточная политика дивидендных выплат предполагает, что фонд выплаты дивидендов образуется после того, как за счет прибыли удовлетворена потребность в формировании собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих в полной мере реализацию инвестиционных возможностей предприятия. Если по имеющимся инвестиционным проектам уровень внутренней ставки доходности превышает средневзвешенную стоимость капитала (или другой избранный критерий, например, коэффициент финансовой рентабельности), то основная часть прибыли должна быть направлена на реализацию таких проектов, так как она обеспечит высокий темп роста капитала (отложенного дохода) собственников. Преимуществом политики этого типа является обеспечение высоких темпов развития предприятия, повышение

**Основные типы дивидендной политики
акционерного общества**

Определяющий подход к формированию дивидендной политики	Варианты используемых типов дивидендной политики
I. Консервативный подход	1. Остаточная политика дивидендных выплат 2. Политика стабильного размера дивидендных выплат
II. Умеренный (компромиссный) подход	3. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды
III. Агрессивный подход	4. Политика стабильного уровня дивидендов 5. Политика постоянного возрастания размера дивидендов

его финансовой устойчивости. Недостаток же этой политики заключается в нестабильности размеров дивидендных выплат, полной непредсказуемости формируемых их размеров в предстоящем периоде и даже отказ от их выплат в период высоких инвестиционных возможностей, что отрицательно сказывается на формировании уровня рыночной цены акций. Такая дивидендная политика используется обычно лишь на ранних стадиях жизненного цикла предприятия, связанных с высоким уровнем его инвестиционной активности.

2. Политика стабильного размера дивидендных выплат предполагает выплату неизменной их суммы на протяжении продолжительного периода (при высоких темпах инфляции сумма дивидендных выплат корректируется на индекс инфляции). Преимуществом этой политики

является ее надежность, которая создает чувство уверенности у акционеров в неизменности размера текущего дохода вне зависимости от различных обстоятельств, определяет стабильность котировки акций на фондовом рынке. Недостатком же этой политики является ее слабая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия, в связи с чем в периоды неблагоприятной конъюнктуры и низкого размера формируемой прибыли инвестиционная деятельность может быть сведена к нулю. Для того, чтобы избежать этих негативных последствий стабильный размер дивидендных выплат устанавливается обычно на относительно низком уровне, что и относит данный тип дивидендной политики к категории консервативной, минимизирующей риск снижения финансовой устойчивости предприятия из-за недостаточных темпов прироста собственного капитала.

3. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды (или политика "экстра-дивиденда") по весьма распространенному мнению представляет собой наиболее взвешенный ее тип. Ее преимуществом является стабильная гарантированная выплата дивидендов в минимально предусмотренном размере (как в предыдущем случае) при высокой связи с финансовыми результатами деятельности предприятия, позволяющей увеличивать размер дивидендов в периоды благоприятной хозяйственной конъюнктуры, не снижая при этом уровень инвестиционной активности. Такая дивидендная политика дает наибольший эффект на предприятиях с нестабильным в динамике размером формирования прибыли. Основным недостатком этой политики заключается в том, что при продолжительной выплате минимальных размеров дивидендов инвестиционная привлекательность акций компании снижается и соответственно падает их рыночная стоимость.

4. Политика стабильного уровня дивидендов предусматривает установление долгосрочного нормативного коэффициента дивидендных выплат по отношению к сумме прибыли (или норматива распределения прибыли на потребляемую и капитализируемую ее части). Преимуществом этой политики является простота ее формирования и тесная связь с размером формируемой прибыли.

В то же время основным ее недостатком является нестабильность размеров дивидендных выплат на акцию, определяемая нестабильностью суммы формируемой прибыли. Эта нестабильность вызывает резкие перепады в рыночной стоимости акций по отдельным периодам, что препятствует максимизации рыночной стоимости предприятия в процессе осуществления такой политики (она "сигнализирует" о высоком уровне риска хозяйственной деятельности данного предприятия). Даже при высоком уровне дивидендных выплат такая политика не привлекает обычно инвесторов (акционеров), избегающих риска. Только зрелые компании со стабильной прибылью могут позволить себе осуществление дивидендной политики этого типа; если размер прибыли существенно варьирует в динамике, эта политика генерирует высокую угрозу банкротства.

5. Политика постоянного возрастания размера дивидендов (осуществляемая под девизом — "никогда не снижай годовой дивиденд") предусматривает стабильное возрастание уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Возрастание дивидендов при осуществлении такой политики происходит, как правило, в твердо установленном проценте прироста к их размеру в предшествующем периоде (на этом принципе построена рассмотренная ранее "*Модель Гордона*", определяющая рыночную стоимость акций таких компаний). Преимуществом такой политики является обеспечение высокой рыночной стоимости акций компании и формирование положительного ее имиджа у потенциальных инвесторов при дополнительных эмиссиях. Недостатком же этой политики является отсутствие гибкости в ее проведении и постоянное возрастание финансовой напряженности — если темп роста коэффициента дивидендных выплат возрастает (т.е. если фонд дивидендных выплат растет быстрее, чем сумма прибыли), то инвестиционная активность предприятия сокращается, а коэффициенты финансовой устойчивости снижаются (при прочих равных условиях). Поэтому осуществление такой дивидендной политики могут позволить себе лишь реально процветающие акционерные компании — если же эта политика не подкреплена постоянным ростом прибыли компании, то она представляет собой верный путь к ее банкротству.

Различные типы дивидендной политики акционерной компании проиллюстрированы на графике, представленном на рис. 15.3.

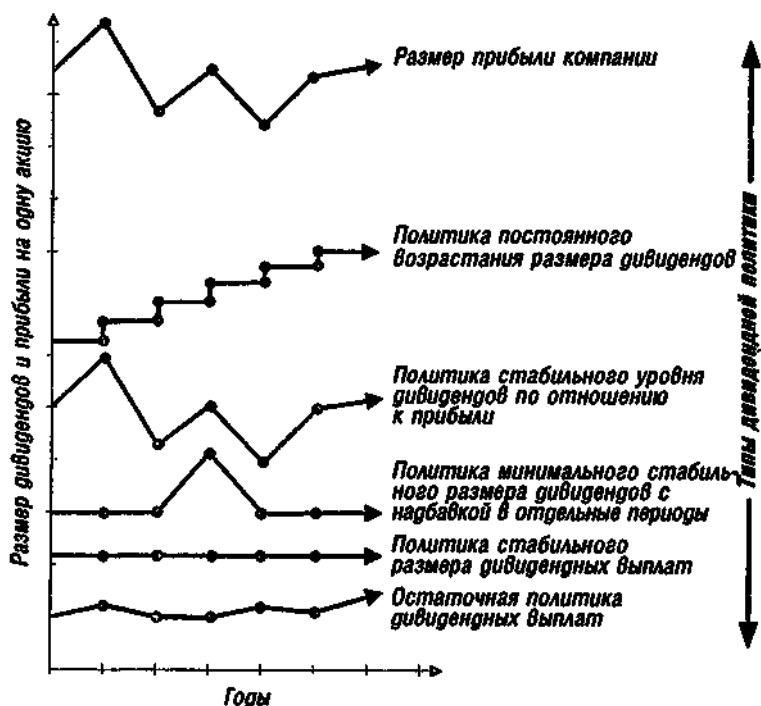


Рисунок 15.3. Динамика размера дивидендов на одну акцию при различных типах дивидендной политики

С учетом рассмотренных принципов дивидендная политика акционерного общества формируется по следующим основным этапам (рис. 15.4).

Первоначальным этапом формирования дивидендной политики является изучение и оценка факторов, определяющих эту политику. В практике финансового менеджмента эти факторы принято подразделять на четыре группы:

1. Факторы, характеризующие инвестиционные возможности предприятия. К числу основных факторов этой группы относятся:

ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ФОРМИРОВАНИЯ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА

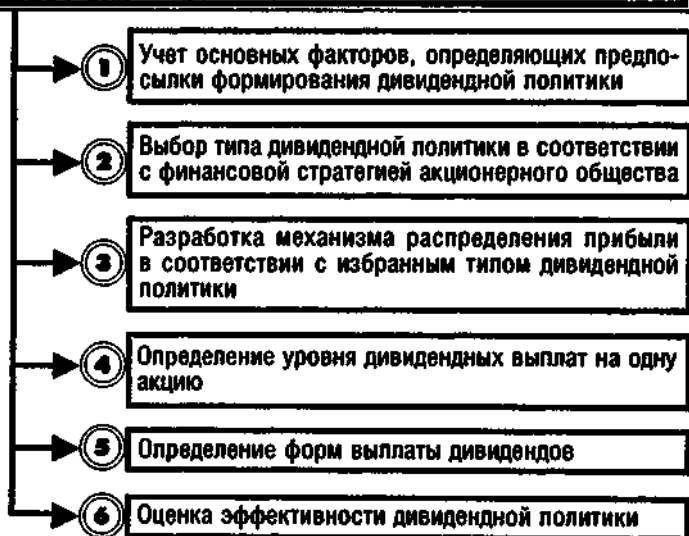


Рисунок 15.4. Последовательность формирования дивидендной политики акционерного общества

- а) стадия жизненного цикла компании (на ранних стадиях жизненного цикла акционерная компания вынуждена больше средств инвестировать в свое развитие, ограничивая выплату дивидендов);
- б) необходимость расширения акционерной компанией своих инвестиционных программ (в периоды активизации инвестиционной деятельности, направленной на расширенное воспроизводства основных средств и нематериальных активов, потребность в капитализации прибыли возрастает);
- в) степень готовности отдельных инвестиционных проектов с высоким уровнем эффективности (отдельные подготовленные проекты требуют ускоренной реализации в целях обеспечения эффективной

их эксплуатации при благоприятной конъюнктуре рынка, что обуславливает необходимость концентрации собственных финансовых ресурсов в эти периоды).

2. Факторы, характеризующие возможности формирования финансовых ресурсов из альтернативных источников. В этой группе факторов основными являются:

- а) достаточность резервов собственного капитала, сформированных в предшествующем периоде;
- б) стоимость привлечения дополнительного акционерного капитала;
- в) стоимость привлечения дополнительного заемного капитала;
- г) доступность кредитов на финансовом рынке;
- д) уровень кредитоспособности акционерного общества, определяемый его текущим финансовым состоянием.

3. Факторы, связанные с объективными ограничениями. К числу основных факторов этой группы относятся:

- а) уровень налогообложения дивидендов;
- б) уровень налогообложения имущества предприятий;
- в) достигнутый эффект финансового левериджа, обусловленный сложившимся соотношением используемого собственного и заемного капитала;
- г) фактический размер получаемой прибыли и коэффициент рентабельности собственного капитала.

4. Прочие факторы. В составе этих факторов могут быть выделены:

- а) конъюнктурный цикл товарного рынка, участником которого является акционерная компания (в период подъема конъюнктуры эффективность капитализации прибыли значительно возрастает);
- б) уровень дивидендных выплат компаниями-конкурентами;
- в) неотложность платежей по ранее полученным кредитам (поддержание платежеспособности является более приоритетной задачей в сравнении с ростом дивидендных выплат);
- г) возможность утраты контроля над управлением компанией (низкий уровень дивидендных выплат может

привести к снижению рыночной стоимости акций компании и их массовому “сбросу” акционерами, что увеличивает риск финансового захвата акционерной компании конкурентами).

Оценка этих факторов позволяет определить выбор того или иного типа дивидендной политики на ближайший перспективный период.

Механизм распределения прибыли акционерного общества в соответствии с избранным типом дивидендной политики предусматривает такую последовательность действий:

● *На первом этапе* из суммы чистой прибыли вычитаются формируемые за ее счет обязательные отчисления в резервный и другие обязательные фонды специального назначения, предусмотренные уставом общества. “Очищенная” сумма чистой прибыли представляет собой так называемый “дивидендный коридор”, в рамках которого реализуется соответствующий тип дивидендной политики.

● *На втором этапе* оставшаяся часть чистой прибыли распределяется на капитализируемую и потребляемую ее части. Если акционерное общество придерживается остаточного типа дивидендной политики, то в процессе этого этапа расчетов приоритетной задачей является формирование фонда производственного развития и наоборот.

● *На третьем этапе* сформированный за счет прибыли фонд потребления распределяется на фонд дивидендных выплат и фонд потребления персонала акционерного общества (предусматривающий дополнительное материальное стимулирование работников и удовлетворение их социальных нужд). Основой такого распределения является избранный тип дивидендной политики и обязательства акционерного общества по коллективному договору.

Определение уровня дивидендных выплат на одну простую акцию осуществляется по формуле:

$$\text{УДВ}_{\text{ПА}} = \frac{\text{ФДВ} - \text{ВП}}{\text{К}_{\text{ПА}}},$$

где УДВПА — уровень дивидендных выплат на одну акцию;

ФДВ — фонд дивидендных выплат, сформированный в соответствии с избранным типом дивидендной политики;

ВП — фонд выплат дивидендов владельцам привилегированных акций (по предусматриваемому их уровню);

КПА — количество простых акций, эмитированных акционерным обществом.

Важным этапом формирования дивидендной политики является выбор форм выплаты дивидендов. Основными из таких форм являются:

1. **Выплаты дивидендов наличными деньгами (чеками).** Это наиболее простая и самая распространенная форма осуществления дивидендных выплат.

2. **Выплата дивидендов акциями.** Такая форма предусматривает предоставление акционерам вновь эмитированные акции на сумму дивидендных выплат. Она представляет интерес для акционеров, менталитет которых ориентирован на рост капитала в предстоящем периоде. Акционеры, предпочитающие текущий доход, могут продать в этих целях дополнительные акции на рынке.

3. **Автоматическое реинвестирование.** Эта форма выплаты предоставляет акционерам право индивидуального выбора — получить дивиденды наличными, или реинвестировать их в дополнительные акции (в этом случае акционер заключает с компанией или обслуживающей ее брокерской конторой соответствующее соглашение).

4. **Выкуп акций компанией.** Он рассматривается как одна из форм реинвестирования дивидендов, в соответствии с которой на сумму дивидендного фонда компания скупает на фондовом рынке часть свободно обращающихся акций. Это позволяет автоматически увеличивать размер прибыли на одну оставшуюся акцию и повышать коэффициент дивидендных выплат в предстоящем периоде. Такая форма использования дивидендов требует согласия акционеров.

Для оценки эффективности дивидендной политики акционерного общества используют следующие показатели:

а) коэффициент дивидендных выплат. Он рассчитывается по формулам:

$$K_{\text{ДВ}} = \frac{\text{ФДВ}}{\text{ЧП}} \text{ или}$$

$$K_{\text{ДВ}} = \frac{D_a}{\text{ЧП}_a},$$

- где $K_{\text{ДВ}}$ — коэффициент дивидендных выплат;
 ФДВ — фонд дивидендных выплат, сформированный в соответствии с избранным типом дивидендной политики;
 ЧП — сумма чистой прибыли акционерного общества;
 D_a — сумма дивидендов, выплачиваемых на одну акцию;
 ЧП_a — сумма чистой прибыли, приходящейся на одну акцию.

б) коэффициент соотношения цены и дохода по акции. Он определяется по формуле:

$$K_{\text{Ц/Д}} = \frac{P_{\text{ЦА}}}{D_A},$$

- где $K_{\text{Ц/Д}}$ — коэффициент соотношения цены и дохода по акции;
 $P_{\text{ЦА}}$ — рыночная цена одной акции;
 D_A — сумма дивидендов, выплаченных на одну акцию.

При оценке эффективности дивидендной политики могут быть использованы также показатели динамики рыночной стоимости акций.

Глава 16.

УПРАВЛЕНИЕ ПРИВЛЕЧЕНИЕМ ЗАЕМНЫХ ДЕНЕЖНЫХ РЕСУРСОВ ИЗ ВНЕШНИХ ИСТОЧНИКОВ

16.1. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ОТДЕЛЬНЫХ ЭЛЕМЕНТОВ ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА

Значительный объем денежного оборота предприятия связан с функционированием в нем заемного капитала. Многообразие источников и условий предложения заемного капитала определяет необходимость осуществления сравнительной оценки эффективности формирования заемных инвестиционных ресурсов в разрезе отдельных их видов и форм. Основу такой оценки составляет определение стоимости привлекаемого заемного капитала в разрезе отдельных его элементов.

Оценка стоимости заемного капитала имеет ряд особенностей, основными из которых являются:

а) *относительная простота формирования базового показателя оценки стоимости.* Таким базовым показателем, подлежащим последующей корректировке, является стоимость обслуживания долга в форме процента за кредит, купонной ставки по облигации и т.п. Этот показатель прямо оговорен условиями кредитного договора, условиями эмиссии или другими формами контрактных обязательств предприятия;

б) *учет в процессе оценки стоимости заемных средств налогового корректора.* Так как выплаты по обслуживанию долга (процентов за кредит и других форм этого обслуживания) относятся на издержки (себестоимость) продукции, они уменьшают размер налогооблагаемой базы предприятия, а соответственно снижают размер стоимости заемного капитала на ставку налога на прибыль. Как и в формуле расчета эффекта финансового левериджа налоговый корректор представляет собой следующий множитель: $(1 - C_{\text{нп}})$, где $C_{\text{нп}}$ — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

в) *стоимость привлечения заемного капитала имеет высокую степень связи с уровнем кредитоспособности пред-*

приятая, оцениваемым кредитором. Чем выше уровень кредитоспособности предприятия по оценке кредитора (т.е. чем выше его кредитный рейтинг на финансовом рынке), тем ниже стоимость привлекаемого этим предприятием заемного капитала (наименьшая ставка процента за кредит в любой его форме — ставка “прайм райт” — устанавливается кредиторами для так называемых “первоклассных заемщиков”);

г) привлечение заемного капитала всегда связано с возвратным денежным потоком не только по обслуживанию долга, но и по погашению обязательства по основной сумме этого долга. Это генерирует особые виды инвестиционных рисков, наиболее опасных по своим последствиям (приводящим иногда к банкротству предприятия). Такие риски проявляются вне зависимости от форм и условий привлечения заемного капитала. Вместе с тем, снижение уровня этих рисков вызывает, как правило, повышение стоимости заемного капитала. Так, ставка процента по долгосрочному кредиту во всех его формах, позволяющая предприятию снизить риск неплатежеспособности в текущем периоде, всегда выше, чем по краткосрочному.

Рассмотрим особенности оценки и управления стоимостью заемного капитала в разрезе базовых его элементов, приведенных на рис. 16.1.

1. *Стоимость финансового кредита оценивается в разрезе двух основных источников его предоставления на современном этапе — банковского кредита и финансового лизинга (принципиальные положения такой оценки могут быть использованы и при привлечении предприятием финансового кредита из других источников).*

а) стоимость банковского кредита, несмотря на многообразие его видов, форм и условий, определяется на основе ставки процента за кредит, которая формирует основные затраты по его обслуживанию. Эта ставка в процессе оценки требует внесения двух уточнений: она должна быть увеличена на размер других затрат предприятия, обусловленных условиями кредитного соглашения (например, страхования кредита за счет заемщика) и уменьшена на ставку налога на прибыль с целью отражения реальных затрат предприятия.



Рисунок 16.1. Система базовых элементов оценки и управления стоимостью заемного капитала предприятия

С учетом этих положений стоимость заемного капитала в форме банковского кредита оценивается по следующей формуле:

$$СБК = \frac{ПК_Б \times (1 - С_{НП})}{1 - ЗП_Б},$$

где СБК — стоимость заемного капитала, привлекаемого в форме банковского кредита, %;

ПК_Б — ставка процента за банковский кредит, %;

С_{НП} — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

ЗП_Б — уровень расходов по привлечению банковского кредита к его сумме, выраженный десятичной дробью.

Если предприятие не несет дополнительных затрат по привлечению банковского кредита или если эти расходы несущественны по отношению к сумме привлекаемых

средств, то приведенная формула оценки используется без ее знаменателя (базовый ее вариант).

Управление стоимостью банковского кредита сводится к выявлению таких его предложений на финансовом рынке, которые эту стоимость минимизируют как по ставке процента за кредит, так и по другим условиям его привлечения (при неизменности привлекаемой суммы кредита и срока его использования).

б) *Стоимость финансового лизинга* — одной из современных форм привлечения финансового кредита — определяется на основе ставки лизинговых платежей (лизинговой ставки). При этом следует учитывать, что эта ставка включает две составляющие — а) постепенный возврат суммы основного долга (он представляет собой годовую норму амортизации актива, привлеченного на условиях финансового лизинга, в соответствии с которым после его оплаты он передается в собственность арендатору); б) стоимость непосредственного обслуживания лизингового долга. С учетом этих особенностей стоимость финансового лизинга оценивается по следующей формуле:

$$СФЛ = \frac{(ЛС - НА) \times (1 - С_{НП})}{1 - ЗП_{ФЛ}},$$

где СФЛ — стоимость заемного капитала, привлекаемого на условиях финансового лизинга, %;

ЛС — годовая лизинговая ставка, %;

НА — годовая норма амортизации актива, привлеченного на условиях финансового лизинга, %;

С_{НП} — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

ЗП_{ФЛ} — уровень расходов по привлечению актива на условиях финансового лизинга к стоимости этого актива, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью финансового лизинга основывается на двух критериях: а) стоимость финансового лизинга не должна превышать стоимости банковского кредита, предоставляемого на аналогичный период (иначе предприятию выгодней получить долгосрочный банковский кредит для покупки актива в собственность); б) в процессе использования финансового лизинга должны быть выявлены такие предложения, которые минимизируют его стоимость.

2. Стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, оценивается на базе ставки купонного процента по ней, формирующего сумму периодических купонных выплат. Если облигация продается на иных условиях, то базой оценки выступает общая сумма дисконта по ней, выплачиваемая при погашении.

В первом случае оценка осуществляется по формуле:

$$CO3_K = \frac{СК \times (1 - C_{НП})}{1 - ЭЗ_0},$$

где $CO3_K$ — стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, %;

$СК$ — ставка купонного процента по облигации, %;

$C_{НП}$ — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

$ЭЗ_0$ — уровень эмиссионных затрат по отношению к объему эмиссии, выраженный десятичной дробью.

Во втором случае расчет стоимости производится по следующей формуле:

$$CO3_D = \frac{ДГ \times (1 - C_{НП}) \times 100}{(H_0 - ДГ) \times (1 - ЭЗ_0)},$$

где $CO3_D$ — стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, %;

$ДГ$ — среднегодовая сумма дисконта по облигации;

H_0 — номинал облигации, подлежащей погашению;

$C_{НП}$ — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

$ЭЗ_0$ — уровень эмиссионных затрат по отношению к сумме привлеченных за счет эмиссии средств, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью привлекаемого капитала в этом случае сводится к разработке соответствующей эмиссионной политики, обеспечивающей полную реализацию эмитируемых облигаций на условиях, не выше среднерыночных.

3. Стоимость товарного (коммерческого) кредита оценивается в разрезе двух форм его предоставления: а) по

кредиту в форме краткосрочной отсрочки платежа: б) по кредиту в форме долгосрочной отсрочки платежа, оформленной векселем.

а) *стоимость товарного (коммерческого) кредита, предоставляемого в форме краткосрочной отсрочки платежа*, на первый взгляд представляется нулевой, так как в соответствии со сложившейся коммерческой практикой отсрочка расчетов за поставленную продукцию в пределах обусловленного срока (как правило, до одного месяца) дополнительной платой не облагается. Иными словами, внешне эта форма кредита выглядит как бесплатно предоставляемая поставщиком финансовая услуга.

Однако в реальности это не так. Стоимость каждого такого кредита оценивается размером скидки с цены продукции, при осуществлении наличного платежа за нее. Если по условиям контракта отсрочка платежа допускается в пределах месяца со дня поставки (получения) продукции, а размер ценовой скидки за наличный платеж составляет 5%, это и будет составлять месячную стоимость привлеченного товарного кредита, а в расчете на год эта стоимость будет составлять: $5\% \times \frac{360}{30} = 60\%$. Таким образом, на первый взгляд бесплатное предоставление такого товарного кредита, может оказаться самым дорогим по стоимости привлечения источником заемного капитала.

Расчет стоимости товарного (коммерческого) кредита, предоставляемого в форме краткосрочной отсрочки платежа, осуществляется по следующей формуле:

$$\text{СТК}_K = \frac{(\text{ЦС} \times 360) \times (1 - \text{С}_{\text{НП}})}{\text{ПО}},$$

где СТК_K — стоимость товарного (коммерческого) кредита, предоставляемого на условиях краткосрочной отсрочки платежа, %;

ЦС — размер ценовой скидки при осуществлении наличного платежа за продукцию (“платежа против документов”), %;

$\text{С}_{\text{НП}}$ — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

ПО — период предоставления отсрочки платежа за продукцию, в днях.

Учитывая, что стоимость привлечения этого вида заемного капитала носит скрытый характер, основу управления этой стоимостью составляет обязательная оценка ее в годовой ставке по каждому предоставляемому товарному (коммерческому) кредиту и ее сравнение со стоимостью привлечения аналогичного банковского кредита. Практика показывает, что во многих случаях выгодней взять банковский кредит для постоянной немедленной оплаты продукции и получения соответствующей ценовой скидки, чем пользоваться такой формой товарного (коммерческого) кредита.

б) *стоимость товарного (коммерческого) кредита в форме долгосрочной отсрочки платежа с оформлением векселем* формируется на тех же условиях, что и банковского, однако должна учитывать при этом потерю ценовой скидки за наличный платеж за продукцию. Расчет стоимости этой формы товарного (коммерческого) кредита осуществляется по формуле:

$$\text{СТК}_B = \frac{\text{ПК}_B \times (1 - \text{С}_{\text{НП}})}{1 - \text{ЦС}},$$

где СТК_B — стоимость товарного (коммерческого) кредита в форме долгосрочной отсрочки платежа с оформлением векселем, %;

ПК_B — ставка процента за вексельный кредит, %;

$\text{С}_{\text{НП}}$ — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

ЦС — размер ценовой скидки, предоставляемой поставщиком при осуществлении наличного платежа за продукцию, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью этой формы товарного (коммерческого) кредита, как и банковской, сводится к поиску вариантов поставок аналогичной продукции, минимизирующих размеры этой стоимости.

4. Стоимость внутренней кредиторской задолженности предприятия при определении средневзвешенной стоимости капитала учитывается по нулевой ставке, так как представляет собой бесплатное финансирование предприятия за счет этого вида заемного капитала. Сумма этой задолженности условно приравнивается к собственному капиталу только при расчете норматива обеспечен-

ности предприятия собственными оборотными средствами; во всех остальных случаях эта часть так называемых "устойчивых пассивов" рассматривается как краткосрочно привлеченный заемный капитал (в пределах одного месяца). Так как сроки выплат этой начисленной задолженности (по заработной плате, налогам, страхованию и т.п.) не зависят от предприятия, она не относится к управляемому финансированию с позиций оценки стоимости капитала.

С учетом оценки стоимости отдельных составных элементов заемного капитала и удельного веса каждого из этих элементов в общей его сумме может быть определена средневзвешенная стоимость заемных денежных ресурсов предприятия в целом для принятия эффективных управленческих решений по привлечению денежного капитала из внешних источников.

16.2. УПРАВЛЕНИЕ ПРИВЛЕЧЕНИЕМ 16.2. БАНКОВСКОГО КРЕДИТА

В составе финансового кредита, привлекаемого предприятиями для расширения хозяйственной деятельности, приоритетная роль принадлежит банковскому кредиту. Этот кредит имеет широкую целевую направленность и привлекается в самых разнообразных видах. В последние годы в кредитовании предприятий принимают участие не только отечественные, но и зарубежные банки (особенно в создании совместных предприятий с участием иностранного капитала).

Под банковским кредитом понимаются денежные средства, предоставляемые банком займы клиенту для целевого использования на установленный срок под определенный процент.

Для финансирования всех стадий инвестиционного процесса банковский кредит предоставляется предприятиям на современном этапе в следующих основных видах (рис. 16.2): .

1. **Бланковый (необеспеченный) кредит под осуществление отдельных хозяйственных операций.** Как правило, он предоставляется коммерческим банком, осуществляющим расчетно-кассовое обслуживание предприятия.



Рисунок 16.2. Основные виды банковских кредитов предоставляемых предприятию в процессе реального и финансового инвестирования

Хотя формально он носит необеспеченный характер, но фактически обеспечивается размером дебиторской задолженности предприятия и его средствами на расчетном и других счетах в этом же банке. Кроме того, этот вид кредита является обычно “самоликвидирующимся”, так как осуществленная при его посредстве хозяйственная операция генерирует при ее завершении денежный поток, достаточный для его полного погашения. Этот вид кредита предоставляется, как правило, только на краткосрочный период.

2. Контокоррентный кредит (“овердрафт”). Этот вид кредита предоставляется банком обычно под обеспечение, но это требование не является обязательным. При предоставлении этого кредита банк открывает предприятию контокоррентный счет, на котором учитываются как кредитные, так и расчетные его операции. Контокоррентный счет используется в качестве источника кредита в объеме, не превышающем установленное в кредитном договоре максимальное отрицательное сальдо

(контокоррентный лимит). По отрицательному остатку контокоррентного счета предприятие уплачивает банку установленный кредитный процент; при этом договором может быть определено, что по положительному остатку этого счета банк начисляет предприятию депозитный процент. Сальдирование поступлений и выплат по контокоррентному счету предприятия происходит через установленные договором промежутки времени с расчетами кредитных платежей.

3. Сезонный кредит с ежемесячной амортизацией долга. Этот вид кредита предоставляется обычно на формирование переменной части оборотных активов на период их возрастания в связи с сезонными потребностями предприятия. Его особенность заключается в том, что наряду с ежемесячным обслуживанием этого кредита (ежемесячной выплатой процента по нему) кредитным договором предусматривается и ежемесячная амортизация (погашение) основной суммы долга. График такой амортизации долга по размерам увязан с объемом снижения сезонной потребности предприятия в денежных средствах. Преимущество данного вида кредита заключается в эффективном использовании полученных финансовых средств в размерах, обусловленных реальными потребностями предприятия.

4. Открытие кредитной линии. Так как потребность в краткосрочном банковском кредите не всегда может быть предусмотрена с привязкой к конкретным срокам его использования, договор о нем предприятие может оформить с банком предварительно в форме открытия кредитной линии. В этом договоре обуславливаются сроки, условия и предельная сумма предоставления банковского кредита, когда в нем возникает реальная потребность. Как правило, банк устанавливает размер комиссионного вознаграждения (комиссионный процент) за свои финансовые обязательства по предоставлению кредита в объеме неиспользуемого лимита кредитной линии. Для предприятия преимущество данного вида кредита заключается в том, что оно использует заемные инвестиционные ресурсы в строгом соответствии со своими реальными потребностями в них. Обычно кредитная линия открывается на срок до одного года. Особенностью этого вида банковского кредита является то, что

он не носит характер безусловного контрактного обязательства и может быть аннулирован банком при ухудшении финансового состояния предприятия — клиента.

5. Револьверный (автоматически возобновляемый) кредит. Он характеризует один из видов банковского кредита, предоставляемого на определенный период, в течение которого разрешается как поэтапная “выборка” кредитных средств, так и поэтапное частичное или полное погашение обязательств по нему (амортизация суммы основного долга). Внесенные в счет погашения обязательств средства могут вновь заимствоваться предприятием в течение периода действия кредитного договора (в пределах установленного кредитного лимита). Выплата оставшейся непогашенной суммы основного долга и оставшихся процентов по нему производится по истечении срока действия кредитного договора. Преимуществом этого вида кредита в сравнении с открытием кредитной линии являются минимальные ограничения, накладываемые банком, хотя уровень процентной ставки по нему обычно выше.

6. Овердрафт. Особенностью этого вида кредита является то, что он предоставляется заемщику без указания срока его использования (в рамках краткосрочного кредитования) с обязательством последнего погасить его по первому требованию кредитора. При погашении этого кредита обычно предоставляется льготный период (по действующей практике — до трех дней).

7. Ломбардный кредит. Такой кредит может быть получен предприятием под заклад высоколиквидных активов (векселей, государственных краткосрочных облигаций и т.п.), которые на период кредитования передаются банку. Размер кредита в этом случае соответствует определенной (но не всей) части стоимости переданных в заклад активов. Как правило, этот вид кредита носит краткосрочный характер.

8. Ипотечный кредит. Такой кредит может быть получен от банков, специализирующихся на выдаче долгосрочных займов под залог основных средств или имущественного комплекса предприятий в целом (“ипотечных банков”). Предприятие, передающее в залог свое имущество, обязано застраховать его в полном объеме в пользу банка. При этом заложенное в банке имущество

продолжает использоваться предприятием. В условиях резкого сокращения выдачи предприятиям необеспеченных банковских займов ипотечный кредит становится основной формой долгосрочного банковского кредитования.

9. Ролloverный кредит. Он представляет собой один из видов долгосрочного кредита с периодически пересматриваемой процентной ставкой (т.е. с перманентным "перекредитованием" в связи с изменением конъюнктуры финансового рынка). В европейской практике предоставления ролloverных кредитов пересмотр процентной ставки осуществляется один раз в квартал или полугодие (в условиях высокой инфляции и частой смены учетной ставки центрального банка периодичность пересмотра процентных ставок за кредит может быть более частой).

10. Консорциумный (консорциальный) кредит. Кредитная политика банка, система установленных нормативов кредитования или высокий уровень риска иногда не позволяют ему в полной мере удовлетворить высокую потребность предприятия-клиента в кредите. В этом случае банк, обслуживающий предприятие, может привлечь к кредитованию своего клиента другие банки (союз банков для осуществления таких кредитных операций носит название "консорциум"). После заключения с предприятием-клиентом кредитного договора банк аккумулирует средства других банков и передает их заемщику, соответственно распределяя сумму процентов при обслуживании долга. За организацию консорциумного кредита ведущий (обслуживающий клиента) банк получает определенное комиссионное вознаграждение.

Многообразие видов и условий привлечения банковского кредита определяют необходимость эффективного управления этим процессом на предприятиях с высоким объемом потребности в этом виде заемных финансовых средств. В этом случае цели и политика привлечения заемного капитала конкретизируются с учетом особенностей банковского кредитования, выделяясь при необходимости в самостоятельный вид политики формирования инвестиционных ресурсов предприятия.

Политика привлечения банковского кредита представляет собой часть общей политики формирования заемных

инвестиционных ресурсов предприятия, конкретизирующей условия привлечения, использования и обслуживания банковского кредита.

Разработка политики привлечения банковского кредита осуществляется по следующим основным этапам (рис. 16.3):

ЭТАПЫ ФОРМИРОВАНИЯ ПОЛИТИКИ ПРИВЛЕЧЕНИЯ БАНКОВСКОГО КРЕДИТА

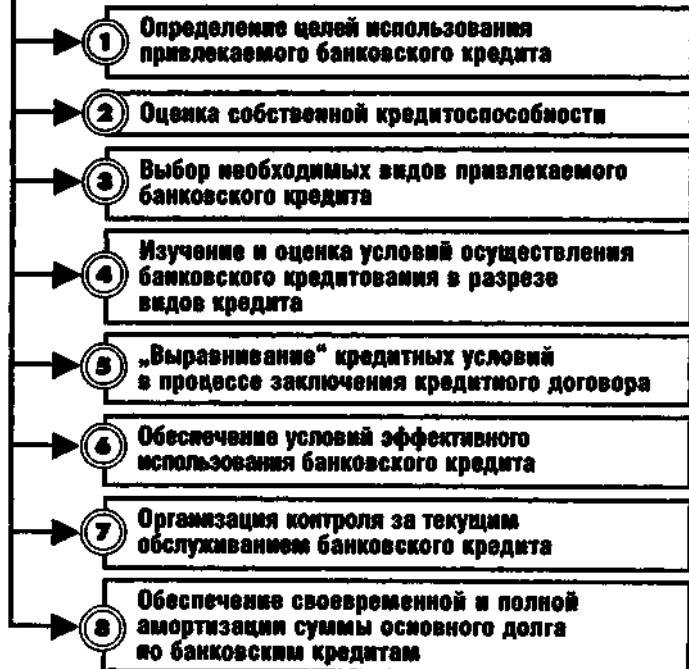


Рисунок 16.3. Основные этапы формирования политики привлечения предприятием банковского кредита

1. Определение целей использования привлекаемого банковского кредита. Так как различные виды банковского кредита в полной мере могут удовлетворить весь спектр хозяйственных потребностей предприятия в заемных

средствах (в этом проявляется универсальность банковского кредита), цели его использования вытекают из общих целей привлечения заемных денежных ресурсов.

2. Оценка собственной кредитоспособности. Разрабатываемая предприятием политика привлечения банковского кредита должна корреспондировать по основным своим параметрам с соответствующими параметрами кредитной политики банков. В составе параметров кредитной политики банков одно из основных мест принадлежит оценке уровня кредитоспособности заемщиков, определяющего дифференциацию условий кредитования клиентов. Для того, чтобы предприятие могло определить базу переговоров с банками об условиях кредитования, оно должно предварительно оценить уровень своей кредитоспособности.

В современной банковской практике оценка уровня кредитоспособности заемщиков при дифференциации условий их кредитования исходит из двух основных критериев: 1) уровня финансового состояния предприятия; 2) характера погашения предприятием ранее полученных им кредитов — как процентов по ним, так и основного долга.

Уровень финансового состояния предприятия оценивается системой ранее рассмотренных финансовых коэффициентов, среди которых основное внимание уделяется коэффициентам платежеспособности, финансовой устойчивости и рентабельности.

Характер погашения заемщиком ранее полученных кредитов предусматривает три уровня оценки:

- *хороший*, если задолженность по кредиту и проценты по нему выплачиваются в установленные сроки, а также при пролонгации кредита не более одного раза на срок не выше 90 дней;
- *слабым*, если просроченная задолженность по кредиту и процентов по нему составляет не более 90 дней, а также при пролонгации кредита на срок более 90 дней, но с обязательным текущим его обслуживанием (выплатой процентов по нему);
- *недостаточным*, если просроченная задолженность по кредиту и процентов по нему составляет более 90 дней, а также при пролонгации кредита на срок свыше 90 дней без выплаты процентов по нему.

С этих позиций предприятие должно оценивать уровень своей кредитоспособности при необходимости получения кредита в отечественных банках.

Зарубежные банки оценивают кредитоспособность заемщиков по более сложной системе характеристик и показателей. Используемые в этих целях системы — “6С” и “COMPARI” — основаны на оценках репутации заемщика; размера и состава используемого им капитала; суммы и цели привлечения кредита; уровня обеспеченности кредита; срока использования заемных средств; условий конъюнктуры рынка, на котором заемщик осуществляет свою хозяйственную деятельность, и других характеристиках, излагаемых в составе кредитного меморандума конкретного банка.

Результаты оценки кредитоспособности получают свое отражение в присвоении заемщику соответствующего кредитного рейтинга (группы кредитного риска), в соответствии с которым дифференцируются условия кредитования. Уровень этого кредитного рейтинга предприятие может предварительно определить самостоятельно, руководствуясь соответствующими методами его оценки коммерческими банками.

3. Выбор необходимых видов привлекаемого банковского кредита. Этот выбор определяется в основном следующими условиями:

- инвестиционными целями использования кредита;
- периодом намечаемого использования заемных финансовых ресурсов;
- определенностью сроков начала и окончания использования привлекаемых средств;
- возможностями обеспечения привлекаемого кредита.

В соответствии с установленным перечнем видов привлекаемого кредита предприятие проводит изучение и оценку коммерческих банков, которые могут предоставить ему эти виды кредитов. Оценка таких банков проводится лишь по привлекательности их кредитной политики; рейтинг банка, рассчитанный по другим показателям его деятельности, в данном случае не является определяющим и может служить лишь вспомогательным ориентиром при его оценке.

4. Изучение и оценка условий осуществления банковского кредитования в разрезе видов кредитов. Этот этап

формирования политики привлечения банковских кредитов является наиболее трудоемким и ответственным в силу многообразия оцениваемых условий и осуществления многочисленных расчетов. Состав основных кредитных условий, подлежащих изучению и оценке в процессе формирования политики привлечения предприятием банковского кредита, приведен на рисунке 16.4.



Рисунок 16.4. Состав основных кредитных условий, подлежащих изучению и оценке в процессе привлечения банковского кредита

Предельный размер кредита коммерческие банки устанавливают в соответствии с кредитным рейтингом клиента и действующей системой обязательных экономических нормативов, утверждаемых центральным банком. При осуществлении кредитной политики коммерческие банки руководствуются в этом вопросе следующими видами обязательных экономических нормативов:

- максимальный размер риска на одного заемщика (или группу связанных заемщиков);

- максимальный размер крупных кредитных рисков;
- максимальный размер кредитов, предоставляемых банком своим акционерам или пайщикам;
- максимальный размер кредитов, предоставляемых банком своим инсайдерам.

Кроме этих обязательных экономических нормативов кредитной деятельности каждый коммерческий банк устанавливает обычно собственную систему лимитов суммы отдельных видов кредита.

Предельный срок кредита каждый коммерческий банк устанавливает в соответствии со своей кредитной политикой в форме лимитных периодов предоставления отдельных видов кредита.

Валюта кредита имеет для предприятия-заемщика значимость только в том случае, если оно ведет внешне-экономические инвестиционные операции. При осуществлении таких операций предприятие может нуждаться в кредитах в одной из необходимых ему иностранных валют. Мультивалютные формы кредита (его предоставление одновременно в нескольких видах иностранных валют) в практике кредитования предприятий встречаются крайне редко.

Уровень кредитной ставки является определяющим условием при оценке кредитной привлекательности коммерческих банков. В его основе лежит стоимость межбанковского кредита, формируемая на базе учетной ставки центрального банка страны и средней маржи коммерческих банков (в зарубежной практике в этих целях используется ставка LIBOR, которая ежедневно фиксируется в одиннадцать часов по Гринвичу участниками Лондонского межбанковского рынка), прогнозируемого темпа инфляции, вида кредита и его срока, уровня премии за риск с учетом финансового состояния заемщика и предоставляемого им обеспечения ссуды.

Форма кредитной ставки отражает уровень ее динамики на протяжении кредитного периода. Так, банковский кредит может предоставляться на условиях фиксированной или плавающей кредитной ставки. Фиксированная кредитная ставка используется обычно при краткосрочном кредитовании предприятий; она позволяет более точно определять стоимость банковского кредита, прогнозировать поток платежей по его обслуживанию.

Вид кредитной ставки играет существенную роль в определении стоимости банковского кредита. По применяемым видам различают процентную (для наращения суммы долга) и учетную (для дисконтирования суммы долга) кредитные ставки. Если размер этих ставок одинаков, то предпочтение должно быть отдано предприятием процентной ставке, так как в этом случае его платежи по обслуживанию долга (а соответственно и стоимость кредита) будут меньшими. Это можно проследить по данным табл. 16.1.

Таблица 16.1.

**Эффективность уплаты суммы процента
при 10%-ой учетной и процентной ставках**

При учетной ставке 10%	При процентной ставке 10%
1. Будущая стоимость кредита — 100 тыс. усл. ден. ед.	1. Настоящая стоимость кредита — 90 тыс. усл. ден. ед.
2. Сумма выплат процента по учетной ставке — 10 тыс. усл. ден. ед.	2. Сумма выплат процента по процентной ставке — 9 тыс. усл. ден. ед.
3. Настоящая стоимость используемого кредита (при его получении) — 90 тыс. усл. ден. ед.	3. Будущая стоимость используемого кредита — 99 тыс. усл. ден. ед.
Эффект — 1 тыс. усл. ден. ед. или 11% суммы процента за кредит.	

Условия выплаты процента характеризуются сроками его уплаты. Эти условия сводятся к трем принципиальным вариантам: а) выплате всей суммы процента в момент предоставления кредита; б) выплате суммы процента по кредиту равномерными частями (обычно в форме аннуитета); в) выплате всей суммы процента в момент погашения основной суммы долга. При прочих равных условиях наиболее предпочтительным для предприятия является третий вариант. Это можно проследить по данным таблицы 16.2.

Условия погашения (амортизации) основного долга также оказывают существенное влияние как на стоимость, так и на размер реально используемых кредитных средств.

Таблица 16.2.

**Эффективность банковского кредита
при различных условиях уплаты процента**
(процентная ставка = 10%)

Авансовый платеж всей суммы процента при пре- доставлении кредита	Платеж суммы процента равно- мерными частями: 50% авансом и 50% при погашении	Платеж всей суммы процента при погашении долга
Сумма кредита — 100 тыс. усл. ден. ед. Сумма авансовых выплат процента — 10 тыс. усл. ден. ед. Сумма реально используемого кредита — 90 тыс. усл. ден. ед.	Сумма кредита — 100 тыс. усл. ден. ед. Сумма авансовых выплат процента — 5 тыс. усл. ден. ед. Сумма реально используемого кредита — 95 тыс. усл. ден. ед.	Сумма кредита — 100 тыс. усл. ден. ед. Сумма авансовых выплат процента — 0 Сумма реально используемого кредита — 100 тыс. усл. ден. ед.
При неизменном размере процентной ставки размер реально используемого кредита в третьем варианте наивысший.		

Существуют три принципиальных варианта амортизации основного долга: а) определенными частями в процессе кредитного периода; б) сразу же после окончания кредитного периода; в) после окончания срока кредитования с предоставлением льготного периода для погашения долга. Естественно, при прочих равных условиях наиболее предпочтительным для предприятия является последний вариант.

Формы обеспечения кредита определяют в основном его стоимость — чем надежнее обеспечение кредита, тем ниже уровень его стоимости при прочих равных условиях за счет дифференциации размера премии за риск. Вместе с тем, одна их форм обеспечения кредита определяет и реальный размер используемых кредитных средств. Речь идет о требовании банка держать без использования определенную часть полученного кредита (обычно в размере 10%) в виде компенсационного остатка

денежных активов на расчетном счете предприятия. В этом случае не только возрастает реальная стоимость банковского кредита (так как процент выплачивается по всей его сумме), но и соответственно уменьшается на размер компенсационного остатка сумма используемых предприятием кредитных средств.

Таким образом, основными условиями, повышающими стоимость банковского кредита и снижающими реальный размер используемых предприятием кредитных средств, являются:

- применение в расчетах кредитного процента учетной (дисконтной) ставки;
- авансовый платеж суммы процента по кредиту;
- частичная амортизация суммы основного долга на протяжении кредитного периода;
- хранение определенной суммы привлеченных кредитных средств в форме компенсационного остатка денежных активов.

Эти неблагоприятные для предприятия условия банковского кредитования должны быть компенсированы ему путем снижения уровня используемой кредитной ставки по сравнению со среднерыночным ее уровнем (по аналогичным видам кредитов).

В этих целях в процессе оценки условий осуществления банковского кредитования в разрезе видов кредитов используется специальный показатель — *“грант-элемент”*, позволяющий сравнивать стоимость привлечения финансового кредита на условиях отдельных коммерческих банков со средними условиями на финансовом рынке (соответственно на рынке денег или рынке капитала в зависимости от продолжительности кредитного периода). Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$ГЭ = 100 - \sum_{i=1}^n \frac{ПР + ОД}{БК(1+i)^n} \times 100,$$

где ГЭ — показатель грант-элемента, характеризующий размер отклонений стоимости конкретного финансового кредита на условиях, предложенных коммерческим банком, от среднерыночной стоимости аналогичных кредитных инструментов, в процентах;

- ПР** — сумма уплачиваемого процента в конкретном интервале (n) кредитного периода;
- ОД** — сумма амортизируемого основного долга в конкретном интервале (n) кредитного периода;
- БК** — общая сумма банковского кредита, привлекаемого предприятием;
- i — средняя ставка процента за кредит, сложившаяся на финансовом рынке по аналогичным кредитным инструментам, выраженная десятичной дробью;
- n — конкретный интервал кредитного периода, по которому осуществляется платеж средств коммерческому банку;
- t — общая продолжительность кредитного периода, выраженная числом входящих в него интервалов.

Так как грант-элемент сравнивает отклонение стоимости привлечения конкретного кредита от среднерыночной (выраженное в процентах к сумме кредита), его значения могут характеризоваться как положительной, так и отрицательной величинами. Ранжируя значения грант-элемента можно оценить уровень эффективности условий привлечения предприятием финансового кредита в соответствии с предложениями отдельных коммерческих банков.

***Пример:** В соответствии с предложениями коммерческих банков инвестиционный кредит сроком на три года может быть предоставлен предприятию на следующих условиях:*

***Вариант "А":** уровень годовой кредитной ставки — 18%; процент за кредит выплачивается авансом; погашение основной суммы долга — в конце кредитного периода;*

***Вариант "Б":** уровень годовой кредитной ставки — 16%; процент за кредит выплачивается в конце каждого года; основной долг амортизируется равномерно (по одной трети его суммы) в конце каждого года;*

***Вариант "В":** уровень годовой кредитной ставки — 20%; процент за кредит выплачивается в конце каждого года; погашение основной суммы долга — в конце кредитного периода;*

Вариант "Г": уровень годовой кредитной ставки устанавливается дифференцированно — на первый год — 16%; на второй год — 19%; на третий год — 22%; процент за кредит выплачивается в конце каждого года; погашение основной суммы долга — в конце кредитного периода.

Предприятию необходимо привлечь инвестиционный кредит в сумме 100 тыс. усл.ден.ед. Среднерыночная ставка процента за кредит по аналогичным кредитным инструментам составляет 20% в год.

Исходя из приведенных данных рассчитаем грант-элемент по каждому из вариантов.

Вариант "А":

$$\begin{aligned} ГЭ &= 100 - \left(\frac{54}{100(1+0,2)^1} + \frac{16+33}{100(1+0,2)^3} \right) \times 100 = \\ &= 100 - \left(\frac{54}{120} + \frac{100}{173} \right) \times 100 = 100 - (0,45 + 0,58) \times 100 = -3\%; \end{aligned}$$

Вариант "Б":

$$\begin{aligned} ГЭ &= 100 - \left(\frac{16+33}{100(1+0,2)^1} + \frac{16+33}{100(1+0,2)^2} + \right. \\ &\quad \left. + \frac{16+34}{100(1+0,2)^3} \right) \times 100 = 100 - \left(\frac{49}{120} + \frac{49}{144} + \frac{50}{173} \right) \times \\ &\quad \times 100 = 100 - (0,41 + 0,34 + 0,29) \times 100 = -4\%; \end{aligned}$$

Вариант "В":

$$\begin{aligned} ГЭ &= 100 - \left(\frac{20}{100(1+0,2)^1} + \frac{20}{100(1+0,2)^2} + \right. \\ &\quad \left. + \frac{20+100}{100(1+0,2)^3} \right) \times 100 = 100 - \left(\frac{20}{120} + \frac{20}{144} + \frac{120}{173} \right) \times \\ &\quad \times 100 = 100 - (0,17 + 0,14 + 0,69) \times 100 = 0; \end{aligned}$$

Вариант "Г":

$$ГЭ = 100 - \left(\frac{16}{100(1+0,2)^1} + \frac{19}{100(1+0,2)^2} + \right.$$

$$+ \frac{22+100}{100(1+0,2)^3} \times 100 = 100 - \left(\frac{16}{120} + \frac{19}{144} + \frac{122}{173} \right) \times 100 = 100 - (0,13 + 0,13 + 0,71) \times 100 = +3\%.$$

Результаты проведенных расчетов позволяют ранжировать значения грант-элемента по степени снижения эффективности условий кредитования для предприятия:

Ранговое место	Значение грант-элемента	Оценка условий кредитования
1 место — вариант "Г"	+3%	Условия кредитования лучше среднерыночных
2 место — вариант "В"	0	Условия кредитования соответствуют среднерыночным
3 место — вариант "А"	-3%	Условия кредитования хуже среднерыночных
4 место — вариант "Б"	-4%	Наихудшие условия кредитования

5. "Выравнивание" кредитных условий в процессе заключения кредитного договора. Термин "выравнивание" характеризует процесс приведения условий конкретного кредитного договора в соответствие со средними условиями покупки-продажи кредитных инструментов на финансовом рынке. "Выравнивание" кредитных условий осуществляется в процессе переговоров с представителями конкретных коммерческих банков при подготовке проекта кредитного договора. В качестве основного критерия при проведении процесса "выравнивания" кредитных условий используются показатель "грант-элемент" и эффективная ставка процента на кредитном рынке.

6. Обеспечение условий эффективного использования банковского кредита. Так как банковский кредит представляет в современных условиях один из наиболее дорогих видов привлекаемого в инвестиционных целях 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 инвестиционных операций, для осуществления которых он привлекается;
- уровень кредитной ставки по долгосрочному банковскому кредиту должен быть ниже коэффициента рентабельности активов, иначе эффект финансового левериджа будет иметь отрицательное значение.

7. Организация контроля за текущим обслуживанием банковского кредита. Текущее обслуживание банковского кредита заключается в своевременной уплате процентов по нему в соответствии с условиями заключенных кредитных договоров. Эти платежи включаются в разрабатываемый предприятием платежный календарь и контролируются в процессе мониторинга его текущей инвестиционной деятельности.

8. Обеспечение своевременной и полной амортизации суммы основного долга по банковским кредитам. Способы амортизации суммы основного долга зависят от предусмотренных кредитным договором условий его погашения. По требованиям этого договора (или по инициативе заемщика) на предприятиях может заблаговременно создаваться специальный фонд погашения кредита, платежи в который осуществляются по разработанному графику. На средства этого фонда, хранимые в коммерческом банке, начисляется депозитный процент.

16.3. УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫМ ЛИЗИНГОМ

Переход к рыночным отношениям в нашей стране вызвал активное использование в практике инвестиционной деятельности новых для нас кредитных инструментов, получивших широкое применение в странах с развитой рыночной экономикой. Одним из таких инструментов является финансовый лизинг.

Финансовый лизинг (аренда) представляет собой хозяйственную операцию, предусматривающую приобретение арендодателем по заказу арендатора основных средств с дальнейшей передачей их в пользование арендатора на срок, не превышающий периода полной их амортизации с обязательной последующей передачей права собственности на эти основные средства арендатору. Финансовый лизинг рас-

смачивается как один из видов финансового кредита. Основные средства, переданные в финансовый лизинг, включаются в состав основных средств арендатора.

Финансовый лизинг (характеризуемый в международной практике и такими терминами как "капитальный лизинг" или "лизинг с полной окупаемостью лизингуемого актива") характеризуется сложной системой экономических отношений — арендных, торговых, кредитных и т.п. В этом разделе рассматриваются особенности финансового лизинга как одной из формы финансового кредитования инвестиционной деятельности, т.е. кредитные отношения, связанные с его функционированием и спецификой управления.

Кредитные отношения финансового лизинга характеризуются многоаспектностью, проявляемой в достаточно широком диапазоне. Эти кредитные аспекты финансового лизинга заключаются в следующем (рис. 16.5).



Рисунок 16.5. Характеристика кредитных аспектов финансового лизинга

1. Финансовый лизинг удовлетворяет потребность в наиболее дефицитном виде заемного капитала — долгосрочном кредите. На современном этапе долгосрочное банковское кредитование предприятий сведено к минимуму. Это является серьезным тормозом в осуществлении предприятиями инвестиционной деятельности, связанной с обновлением и расширением состава их внеоборотных активов. Использование в этих целях финансового лизинга позволяет в значительной мере удовлетворить потребности предприятия в привлечении долгосрочного кредита.

2. Финансовый лизинг обеспечивает полный объем удовлетворения конкретной целевой потребности предприятия в заемных средствах. Использование финансового лизинга в конкретных целях обновления и расширения состава активной части операционных внеоборотных активов позволяет предприятию полностью исключить иные формы финансирования этого процесса за счет как собственного, так и заемного капитала, снижает зависимость предприятия от банковского кредитования.

3. Финансовый лизинг автоматически формирует полное обеспечение кредита, что снижает стоимость его привлечения. Формой такого обеспечения кредита является сам лизингуемый актив, который в случае финансовой несостоятельности (банкротства) предприятия может быть реализован кредитором с целью возмещения невыплаченной части лизинговых платежей и суммы неустойки по сделке. Дополнительной формой такого обеспечения кредита является обязательное страхование лизингуемого актива лизингополучателем (рентером) в пользу лизингодателя (лиссора). Снижение уровня кредитного риска лизингодателя (в соответствии и его премии за риск) создает предпосылки для соответствующего снижения стоимости привлечения предприятием этого вида финансового кредита (в сравнении с банковским кредитом).

4. Финансовый лизинг обеспечивает покрытие "налоговым щитом" всего объема привлекаемого кредита. Лизинговые платежи, обеспечивающие амортизацию всей суммы основного долга по привлекаемому кредиту, входят в состав издержек предприятия и уменьшают соответствующим образом сумму его налогооблагаемой прибыли.

По банковскому кредиту аналогичный "налоговый щит" распространяется лишь на платежи по обслуживанию кредита, а не на сумму основного долга по нему. Кроме того, определенная система налоговых льгот распространяется и на лизингодателя.

5. Финансовый лизинг обеспечивает более широкий диапазон форм платежей, связанных с обслуживанием долга. В отличие от банковского кредита, где обслуживание долга и возврат основной его суммы осуществляется в форме денежных платежей, финансовый лизинг предусматривает возможность осуществления таких платежей в иных формах, например, в форме поставок продукции, произведенной с участием лизингуемых активов.

6. Финансовый лизинг обеспечивает большую гибкость в сроках платежей, связанных с обслуживанием долга. В отличие от традиционной практики обслуживания и погашения банковского кредита финансовый лизинг представляет предприятию возможность осуществления лизинговых платежей по значительно более широкому диапазону схем с учетом характера использования лизингуемого актива, срока его использования и т.п. В этом отношении финансовый лизинг является для предприятия более предпочтительным кредитным инструментом.

7. Финансовый лизинг характеризуется более упрощенной процедурой оформления кредита в сравнении с банковской. Как свидетельствует современный отечественный и зарубежный опыт при лизинговом соглашении объем затрат времени и перечень необходимой для представления финансовой документации существенно ниже, чем при оформлении договора с банком о предоставлении долгосрочного финансового кредита. В значительной степени этому соответствует строго целевое использование полученного кредита и надежное его обеспечение при финансовом лизинге.

8. Финансовый лизинг обеспечивает снижение стоимости кредита за счет ликвидационной стоимости лизингуемого актива. Так как при финансовом лизинге после завершения лизингового периода соответствующий актив передается в собственность лизингополучателя, то после полной его амортизации он имеет возможность реализовать его по ликвидационной стоимости. На сумму этой ликвидационной стоимости (приведенную путем

дисконтирования к настоящей стоимости) условно снижается сумма кредита по лизинговому соглашению.

9. Финансовый лизинг не требует формирования на предприятии фонда погашения основного долга в связи с постепенностью его амортизации. Так как при финансовом лизинге обслуживание основного долга и его амортизация осуществляется одновременно (т.е. включены в состав лизинговых платежей в комплексе), с окончанием лизингового периода стоимость основного долга по лизингуемому активу сводится к нулю. Это избавляет предприятие от необходимости отвлечения собственных финансовых ресурсов на формирование фонда погашения.

Перечисленные кредитные аспекты финансового лизинга определяют его как достаточно привлекательный кредитный инструмент в процессе привлечения предприятием заемного капитала для обеспечения своей инвестиционной деятельности.

Управление финансовым лизингом на предприятии связано с использованием различных его видов. Классификация видов финансового лизинга по основным классификационным признакам приведена на рис. 16.6.

1. По составу участников лизинговой операции разделяют прямой и косвенный виды финансового лизинга.

● *Прямой лизинг* характеризует лизинговую операцию, которая осуществляется между лизингодателем и лизингополучателем без посредников. Одной из форм прямого лизинга является сдача актива в лизинг непосредственным его производителем, что значительно снижает затраты на осуществление лизинговой операции и упрощает процедуру заключения лизинговой сделки. Второй из форм прямого лизинга является так называемый возвратный лизинг, при котором предприятие продает соответствующий свой актив будущему лизингодателю, а затем само же арендует этот актив. При обеих формах прямого лизинга участие третьих лиц в лизинговой операции не предусматривается.

● *Косвенный лизинг* характеризует лизинговую операцию, при которой передача арендуемого имущества лизингополучателю осуществляется через посредников (как правило, лизинговую компанию). В виде косвенного лизинга осуществляется в настоящее время преобладающая часть операций финансового лизинга.

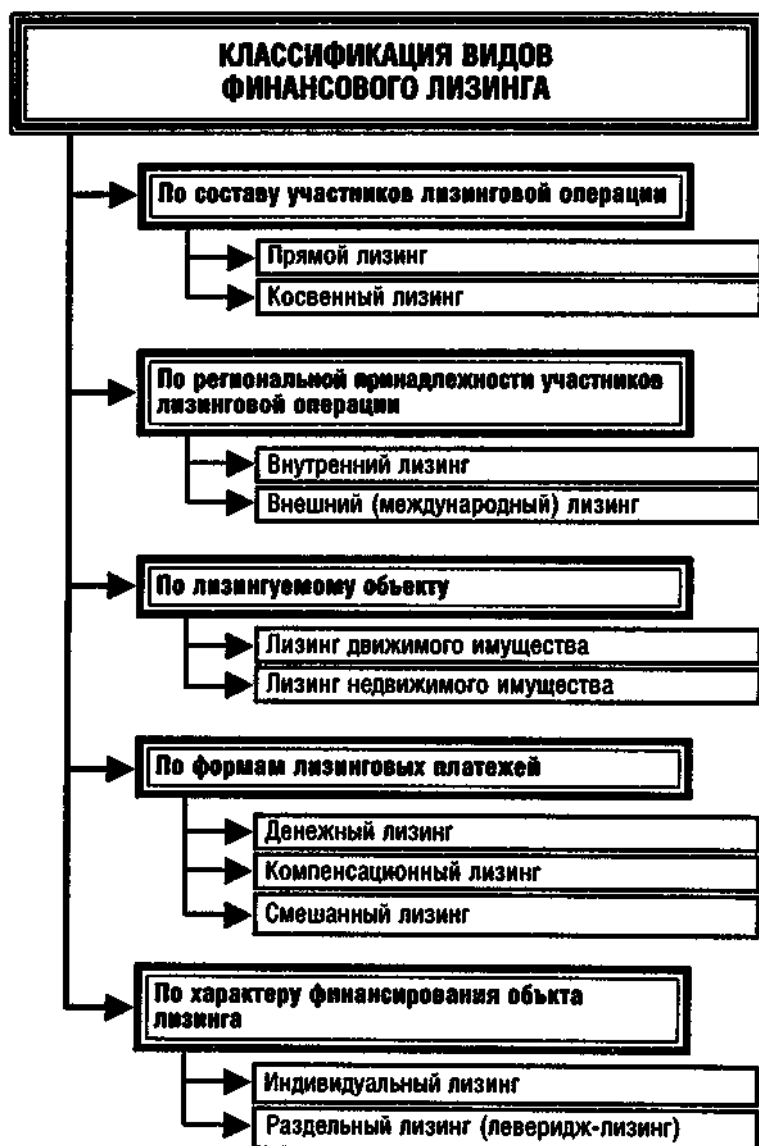


Рисунок 16.6. Классификация видов финансового лизинга по основным признакам

2. По региональной принадлежности участников лизинговой операции выделяют внутренний и внешний (международный) лизинг.

- *Внутренний лизинг* характеризует лизинговую операцию, все участники которой являются резидентами данной страны.

- *Внешний (международный) лизинг* связан с лизинговыми операциями, осуществляемыми участниками из разных стран. На современном этапе внешний финансовый лизинг используется, как правило, при совершении лизинговых операций совместными предприятиями с участием иностранного капитала.

3. По лизингуемому объекту выделяют лизинг движимого и недвижимого имущества.

- *Лизинг движимого имущества* является основной формой лизинговых операций, законодательно регулируемых в нашей стране. Как правило, объектом такого вида финансового лизинга являются машины и оборудование, входящее в состав операционных основных средств.

- *Лизинг недвижимого имущества* заключается в покупке или строительстве по поручению лизингополучателя отдельных объектов недвижимости производственного, социального или другого назначения с их передачей ему на условиях финансового лизинга. Этот вид лизинга пока еще не получил распространения в нашей стране.

4. По формам лизинговых платежей различают денежный, компенсационный и смешанный виды лизинга.

- *Денежный лизинг* характеризует платежи по лизинговому соглашению исключительно в денежной форме. Этот вид лизинга является наиболее распространенным в системе осуществления предприятием финансового лизинга.

- *Компенсационный лизинг* предусматривает возможность осуществления лизинговых платежей предприятием в форме поставок продукции (товаров, услуг), производимой при использовании лизингуемых активов.

- *Смешанный лизинг* характеризуется сочетанием платежей по лизинговому соглашению как в денежной, так и в товарной форме (форме встречных услуг).

5. По характеру финансирования объекта лизинга выделяют индивидуальный и раздельный лизинг.

• *Индивидуальный лизинг* характеризует лизинговую операцию, в которой лизингодатель полностью финансирует производство или покупку передаваемого в аренду имущества.

• *Раздельный лизинг (леверидж-лизинг)* характеризует лизинговую сделку, в которой лизингодатель приобретает объект аренды частично за счет собственного капитала, а частично — за счет заемного. Такой вид лизинга присущ крупным капиталоемким лизинговым операциям со сложным многоканальным финансированием передаваемого в аренду имущества.

С учетом изложенных основных видов финансового лизинга организуется процесс управления им на предприятии. Основной целью управления финансовым лизингом с позиций привлечения предприятием заемного капитала является минимизация потока платежей по обслуживанию каждой лизинговой операции.

Процесс управления финансовым лизингом на предприятии осуществляется по следующим основным этапам (рис. 16.7):

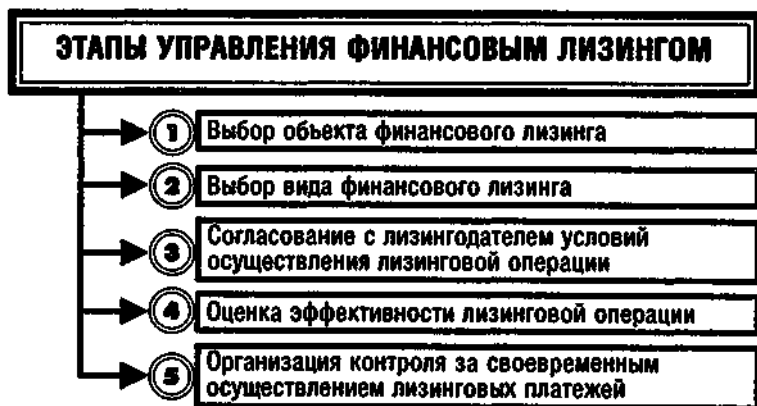


Рисунок 16.7. Основные этапы управления финансовым лизингом на предприятии

1. Выбор объекта финансового лизинга. Такой выбор определяется необходимостью обновления или рас-

ширения состава операционных внеоборотных активов предприятия с учетом оценки инновационных качеств отдельных альтернативных их видов.

2. Выбор вида финансового лизинга. В основе такого выбора лежит классификация видов финансового лизинга и оценка следующих основных факторов:

- страна-производитель продукции, являющейся объектом финансового лизинга;
- рыночная стоимость объекта финансового лизинга;
- развитость инфраструктуры регионального лизингового рынка;
- сложившаяся практика осуществления лизинговых операций по аналогичным объектам лизинга;
- возможности эффективного использования лизингополучателем актива, являющегося объектом лизинга.

В процессе выбора вида финансового лизинга учитывается механизм приобретения лизингуемого актива, который сводится к трем альтернативным вариантам:

- а) предприятие-лизингополучатель самостоятельно осуществляет отбор необходимого ему объекта лизинга и конкретного производителя — продавца имущества, а лизингодатель оплатив его стоимость передает это имущество в пользование лизингополучателя на условиях финансового лизинга (эта схема принципиально применима и к возвратному лизингу);
- б) предприятие-лизингополучатель поручает отбор необходимого ему объекта лизинга своему потенциальному лизингодателю, который после его приобретения передает его предприятию на условиях финансового лизинга (такая схема наиболее часто используется при внешнем лизинге);
- в) лизингодатель наделяет предприятие-лизингополучатель полномочиями своего агента по заказу предполагаемого объекта лизинга у его изготовителя и после его оплаты передает приобретенное им имущество лизингополучателю на условиях финансового лизинга (такая схема наиболее часто используется при внутреннем лизинге).

Таким образом, процесс выбора вида финансового лизинга совмещается обычно с процессом выбора и потенциального лизингодателя.

3. Согласование с лизингодателем условий осуществления лизинговой сделки. Это наиболее ответственный этап управления финансовым лизингом, во многом определяющий эффективность предстоящей лизинговой операции. В процессе этого этапа управления согласовываются следующие основные условия (рис. 16.8).



Рисунок 16.8. Характеристика основных условий осуществления лизинговой операции, подлежащих согласованию с лизингодателем

Срок лизинга. В соответствии с механизмом финансового лизинга такой срок определяется обычно общим периодом амортизации лизингуемого имущества. По международным стандартам он не может быть ниже периода 75%-ой амортизации объекта лизинга (с последующей его продажей лизингополучателю по остаточной или ликвидационной стоимости).

Сумма лизинговой операции. Размер этой суммы должен обеспечивать возмещение лизингодателю всех затрат по приобретению объекта лизинга; кредитного процента за отвлекаемые им на длительный период денежные ресурсы; комиссионное вознаграждение, покрывающее его операционные расходы по обслуживанию лизинговой операции; налоговые платежи, обеспечивающие получение чистой прибыли.

Условия страхования лизингуемого имущества. В соответствии с действующей практикой страхование имущества — объекта лизинга осуществляет лизингополучатель в пользу лизингодателя. Отдельные аспекты этого страхования подлежат согласованию сторон.

Форма лизинговых платежей. Хотя видами лизинга предусматриваются различные формы осуществления лизинговых платежей, в практике финансового лизинга применяется обычно денежная форма. При косвенном финансовом лизинге денежная форма лизинговых платежей является, как правило, обязательным условием, а при прямом — по согласованию сторон могут допускаться компенсационные платежи в форме товаров и услуг.

График осуществления лизинговых платежей. По срокам внесения этих платежей различают:

- равномерный поток лизинговых платежей;
- прогрессивный (нарастающий по размерам) поток лизинговых платежей;
- регрессивный (снижающийся по размерам) поток лизинговых платежей;
- неравномерный поток лизинговых платежей (с неравномерными периодами и размерами их выплат).

При согласовании графика осуществления лизинговых платежей предприятие должно исходить из своих финансовых возможностей, размера и периодичности генерируемых денежных потоков с использованием лизингуемых активов, а также стремиться к минимизации общего размера лизинговых платежей в настоящей стоимости. Такая минимизация обеспечивается путем сравнения дисконтируемых потоков лизинговых платежей различных видов.

Система штрафных санкций за просрочку лизинговых платежей. Обычно такие штрафные санкции строятся в форме пени за каждый день просрочки очередного платежа, которая призвана возместить лизингодателю его прямые потери и упущенную выгоду.

Условия закрытия сделки при финансовой несостоятельности лизингополучателя. По условиям финансового лизинга договор не может быть расторгнут по инициативе лизингополучателя (за исключением случая, когда лизингодателем не были соблюдены условия приобретения и поставки лизингуемого имущества). Если же ли-

зингополучатель в процессе действия договора в силу финансовой несостоятельности был объявлен банкротом, сумма закрытия сделки включает в себя невыплаченную часть общей суммы лизинговых платежей, сумму пени за просрочку платежей, а также неустойку, определенную договором. Возмещение суммы закрытия лизинговой сделки осуществляется страховой компанией или за счет проданного имущества предприятия-банкрота.

4. Оценка эффективности лизинговой операции. В основе такой оценки лежит сравнение суммарных потоков платежей при различных формах финансирования активов.

Эффективность денежных потоков (потоков платежей) сравнивается в настоящей стоимости по таким основным вариантам решений:

1. Приобретение активов в собственность за счет собственных финансовых ресурсов.
2. Приобретение активов в собственность за счет долгосрочного банковского кредита.
3. Аренда (лизинг) активов.

• *Основу денежного потока приобретения актива в собственность за счет собственных финансовых ресурсов* составляют расходы по его покупке, т.е. рыночная цена актива. Эти расходы осуществляются при покупке актива и поэтому не требуют приведения к настоящей стоимости.

• *Основу денежного потока приобретения актива в собственность за счет долгосрочного банковского кредита* составляют процент за пользование кредитом и общая его сумма, подлежащая возврату при погашении. Расчет общей суммы этого денежного потока в настоящей стоимости осуществляется по следующей формуле:

$$\text{ДПК}_H = \sum_{i=1}^n \frac{\text{ПК}(1-H_{\text{П}})}{(1+i)^i} + \frac{\text{СК}}{(1+i)^n},$$

где ДПК_H — сумма денежного потока по долгосрочному банковскому кредиту, приведенная к настоящей стоимости;

ПК — сумма уплачиваемого процента за кредит в соответствии с годовой его ставкой;

СК — сумма полученного кредита, подлежащего погашению в конце кредитного периода;

H_{Π} — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

i — годовая ставка процента за долгосрочный кредит, выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени.

• Основу денежного потока аренды (лизинга) актива составляют авансовый лизинговый платеж (если он оговорен условиями лизингового соглашения) и регулярные лизинговые платежи (арендная плата) за использование актива. Расчет общей суммы этого денежного потока в настоящей стоимости осуществляется по следующей формуле:

$$ДПЛ_H = АП_L + \sum_{i=1}^n \frac{ЛП(1-H_{\Pi})}{(1+i)^i},$$

где $ДПЛ_H$ — сумма денежного потока по лизингу (аренде) актива, приведенная к настоящей стоимости;

$АП_L$ — сумма авансового лизингового платежа, предусмотренного условиями лизингового соглашения;

$ЛП$ — годовая сумма регулярного лизингового платежа за использование арендуемого актива;

H_{Π} — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

i — среднегодовая ставка ссудного процента на рынке капитала (средняя ставка процента по долгосрочному кредиту), выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени.

В расчетных алгоритмах суммы денежных потоков всех видов, приведенных выше, стоимость актива предусматривается к полному списанию в конце срока его использования. Если после предусмотренного срока использования актива, взятого в аренду на условиях финансового лизинга или приобретенного в собственность, он имеет ликвидационную стоимость, прогнозируемая ее сумма вычитается из денежного потока. Расчет этой вычитаемой суммы ликвидационной стоимости осуществляется по следующей формуле:

$$ДП_{ЛС} = \frac{ЛС}{(1+i)^n},$$

где $ДП_{ЛС}$ — дополнительный денежный поток за счет реализации актива по ликвидационной стоимости (после предусмотренного срока его использования), приведенный к настоящей стоимости;

$ЛС$ — прогнозируемая ликвидационная стоимость актива (после предусмотренного срока его использования);

i — среднегодовая ставка ссудного процента на рынке капитала (средняя ставка процента по долгосрочному кредиту), выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени.

Пример: Сравнить эффективность финансирования инвестиционного актива при следующих условиях:
стоимость актива — 60 тыс. усл. ден. ед.;
срок эксплуатации актива — 5 лет;
авансовый лизинговый платеж предусмотрен в сумме 5% и составляет 3 тыс. усл. ден. ед.;
регулярный лизинговый платеж за использование актива составляет 20 тыс. усл. ден. ед. в год;
ликвидационная стоимость актива после предусмотренного срока его использования прогнозируется в сумме 10 тыс. усл. ден. ед.
ставка налога на прибыль составляет 30%;
средняя ставка процента по долгосрочному банковскому кредиту составляет 15% в год.

Исходя из приведенных данных, настоящая стоимость денежного потока составит:

1) при приобретении актива в собственность за счет собственных финансовых ресурсов:

$$\begin{aligned} ДПС_n &= 60,0 - \frac{10,0}{(1+0,15)^5} = 60,0 - \frac{10,0}{2,01} = 60,0 - 5,0 = \\ &= 55,0 \text{ тыс. усл. ден. ед.} \end{aligned}$$

2) при приобретении актива в собственность за счет долгосрочного банковского кредита:

$$\begin{aligned} ДПК_H &= \frac{9,0(1-0,3)}{(1+0,15)^1} + \frac{9,0(1-0,3)}{(1+0,15)^2} + \frac{9,0(1-0,3)}{(1+0,15)^3} + \\ &+ \frac{9,0(1-0,3)}{(1+0,15)^4} + \frac{9,0(1-0,3)}{(1+0,15)^5} + \frac{60}{(1+0,15)^5} - \frac{10}{(1+0,15)^5} = \\ &= \frac{6,3}{1,15} + \frac{6,3}{1,32} + \frac{6,3}{1,52} + \frac{6,3}{1,75} + \frac{6,3}{2,01} - \frac{10}{2,01} = 5,5 + 4,8 + \\ &+ 4,1 + 3,6 + 3,1 + 29,9 - 5,0 = 46,0 \text{ тыс. усл. ден. ед.} \end{aligned}$$

3) при аренде (лизинге) актива:

Сопоставляя результаты расчета можно увидеть, что наименьшей является настоящая стоимость денежного потока при лизинге:

$$45,0 < 46,0 < 55,0.$$

Это означает, что наиболее эффективной формой финансирования данного актива является его аренда на условиях финансового лизинга.

5. Организация контроля за своевременным осуществлением лизинговых платежей. Лизинговые платежи в соответствии с графиком их осуществления включаются в разрабатываемый предприятием платежный календарь и контролируются в процессе мониторинга его текущей инвестиционной деятельности.

В процессе управления финансовым лизингом следует учесть, что многие правовые нормы его регулирования в нашей стране еще не установлены или разработаны недостаточно. В этих условиях следует ориентироваться на международные стандарты осуществления лизинговых операций с соответствующей их адаптацией к экономическим условиям нашей страны.

16.4 УПРАВЛЕНИЕ ОБЛИГАЦИОННЫМ ЗАЙМОМ

1. Одним из источников привлечения заемных средств в инвестиционных целях является эмиссия предприятием собственных облигаций. К этому источнику формирования заемного капитала могут в соответствии с нашим законодательством прибегать предприятия, созданные в

форме акционерных и других видов хозяйственных обществ. Акционерные общества могут выпускать облигации только после того, как полностью оплачены выпущенные акции.

Решение о выпуске облигаций предприятие принимает самостоятельно. Средства от размещения облигаций направляются предприятием, как правило, на цели финансирования своего стратегического развития.

Как кредитный инструмент облигационный займ имеет определенные преимущества и недостатки.

Привлечение заемных инвестиционных ресурсов путем выпуска облигаций имеет следующие основные *преимущества*:

- а) эмиссия облигаций не ведет к утрате контроля над управлением предприятием (как, например, в случае выпуска акций);
- б) облигации могут быть выпущены при относительно невысоких финансовых обязательствах по процентам (в сравнении со ставками процента за банковский кредит или дивидендами по акциям), так как они обеспечиваются имуществом предприятия и имеют приоритет в удовлетворении претензий по ним в случае банкротства предприятия;
- в) облигации имеют большую возможность распространения, чем акции предприятия, в силу меньшего уровня их риска для инвесторов.

Вместе с тем, этот источник привлечения заемных инвестиционных ресурсов имеет и ряд *недостатков*:

- а) облигации не могут быть выпущены для формирования уставного фонда и покрытия убытков (в то время как банковский или коммерческий кредит могут быть использованы для преодоления негативных последствий инвестиционной деятельности предприятия);
- б) эмиссия облигаций связана с существенными затратами финансовых средств и требует продолжительного времени (предприятие должно подготовить специальный документ, называемый *индентурой*, в котором излагаются права и привилегии владельцев облигации; отпечатать бланки с достаточно высокой степенью их защиты; зарегистрировать их выпуск; решить вопросы андеррайтинга и т.п.). В связи с высоким уровнем расходов по выпуску и размеще-

- нию облигаций, их эмиссия оправдана лишь на большую сумму, что могут себе позволить только крупные предприятия;
- в) уровень финансовой ответственности предприятия за своевременную выплату процентов и суммы основного долга (при погашении облигаций) очень высок, так как взыскание этих сумм при существенной просрочке платежей реализуется через механизм банкротства;
- г) после выпуска облигаций вследствие изменения конъюнктуры инвестиционного рынка средняя ставка ссудного процента может стать значительно ниже, чем установленный процент выплат по облигации; в этом случае дополнительный доход получает не предприятие, а инвесторы. Предприятие же в этом случае будет нести повышенные (в сравнении со среднерыночными) расходы по обслуживанию своего долга.

Эмитируемые предприятием облигации могут иметь различные виды. Классификация облигаций предприятия по основным признакам приведена на рис. 16.9.



Рисунок 16.9. Классификация облигаций, эмитируемых предприятием, по основным признакам

С учетом потребностей предприятия в заемном капитале и рассмотренной классификации облигаций строится процесс управления облигационным займом.

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.

Управление облигационным займом строится на предприятии по следующим основным этапам (рис. 16.10).

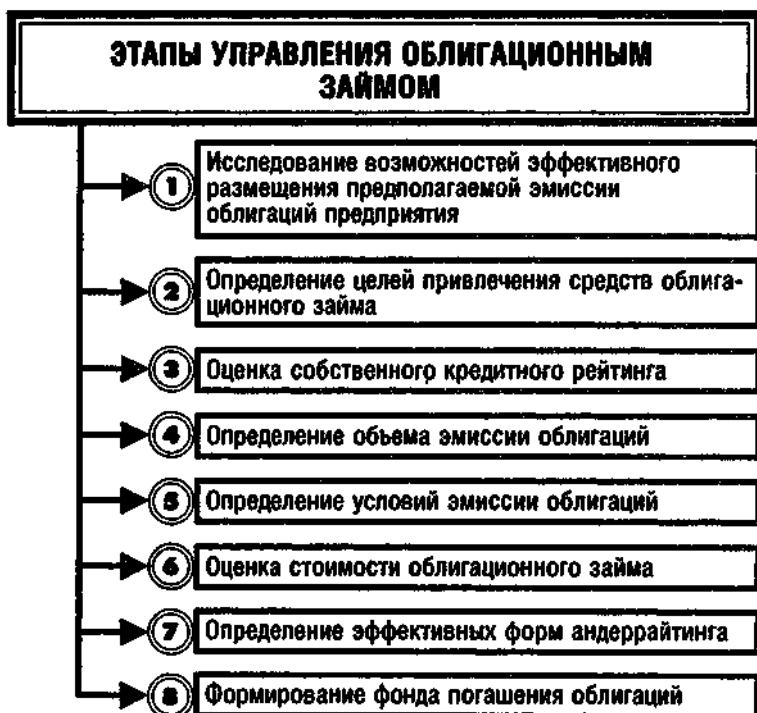


Рисунок 16.10. Основные этапы управления облигационным займом предприятия

1. Исследование возможностей эффективного размещения предполагаемой эмиссии облигаций предприятия. Выбор облигационного займа в качестве альтернативного источника привлечения предприятием заемных

средств может быть продиктован в первую очередь низкой стоимостью этого вида заемного капитала и условиями быстрого размещения предполагаемой эмиссии облигаций на фондовом рынке. Оба эти условия связаны с состоянием конъюнктуры фондового рынка и уровнем инвестиционной привлекательности намечаемых к эмиссии облигаций. Поэтому принципиальное решение об эмиссии облигаций может быть принято лишь на основе всестороннего предварительного анализа конъюнктуры фондового рынка и оценки инвестиционной привлекательности своих облигаций.

• *Анализ конъюнктуры фондового рынка*, проводимый в этих целях, включает изучение состояния спроса и предложения по долговым ценным бумагам разных видов, характера обращения облигаций других предприятий, условий их эмиссии, динамики уровня цен их котировки, объемов продаж облигаций предприятий новых эмиссий и ряда других показателей. Результатом проведения такого анализа является выявление диапазона стоимости привлечения облигационного займа, определение уровня чувствительности реагирования фондового рынка на появление новой эмиссии облигаций предприятия и оценка потенциала поглощения рынком этой эмиссии.

• *Оценка инвестиционной привлекательности своих облигаций* проводится с позиций возможных условий их эмиссии и возможного их кредитного рейтинга на фондовом рынке. В процессе оценки определяются минимальные параметры условий эмиссии облигаций предприятия, обеспечивающие высокий уровень их инвестиционной привлекательности в сравнении с обращающимися на фондовом рынке долговыми ценными бумагами других эмитентов.

2. Определение целей привлечения средств облигационного займа. К облигационному займу предприятие прибегает, как правило, в целях финансирования своего стратегического развития при ограниченном доступе к другим альтернативным источникам привлечения долгосрочных заемных инвестиционных ресурсов. Основными из этих целей могут быть:

- региональная диверсификация инвестиционной деятельности предприятия, обеспечивающая увеличение объема реализации продукции;

- реальное инвестирование (модернизация, реконструкция и т.п.), обеспечивающие быстрый возврат вложенного капитала за счет прироста чистого денежного потока;
- иные стратегические цели, требующие быстрой аккумуляции заемного капитала, привлечение которого из других источников затруднено.

3. Оценка собственного кредитного рейтинга. Потенциал размещения облигационного займа и его стоимость существенно зависят от кредитного рейтинга предприятия, определяющего реальный уровень его кредитоспособности с позиций возможного кредитного риска для инвесторов. Уровень кредитного рейтинга предприятия (а соответственно и эмитируемой им облигации) формирует на фондовом рынке соответствующий размер *“кредитного спреда”*, т.е. разницу в уровне доходности и ценах котировки между эмитируемой и так называемой *“базисной облигацией”* (в качестве базисной принимается обычно государственная облигация, эмитированная на аналогичный период). Высокий уровень кредитоспособности предприятия и его надежная репутация как заемщика позволяют свести к минимуму кредитный спред, который эмитент дополнительно платит за размещение облигационного займа. И наоборот — низкая кредитоспособность предприятия (а соответственно и низкий кредитный рейтинг его облигаций) определяет необходимость увеличения размера кредитного спреда для обеспечения реализации облигационного займа. Только в этом случае будет обеспечена инвестиционная привлекательность облигации для инвестора, доход которого формируется как совокупность доходности базисной облигации и кредитного спреда.

4. Определение объема эмиссии облигаций. При определении объема эмиссии облигаций следует исходить из ранее рассчитанной общей потребности предприятия в заемном капитале и возможностей его формирования из альтернативных источников. В процессе определения этого объема необходимо иметь в виду, что в соответствии с законодательными нормами предприятия могут выпускать облигации на сумму не более 25% от размера их уставного фонда.

5. Определение условий эмиссии облигаций. Формирование условий эмиссии является наиболее сложным

и ответственным этапом управления облигационным займом. Эти условия определяют уровень удовлетворения целей привлечения заемных средств, степень инвестиционной привлекательности (а соответственно и реализуемости) облигаций предприятия на фондовом рынке, стоимость привлечения облигационного займа и т.п. К числу основных условий эмиссии облигаций относятся (рис. 16.11):



Рисунок 16.11. Характеристика основных условий эмиссии облигаций предприятия

Номинал облигации. Он определяется с учетом основных категорий предстоящих их покупателей — наибольшие номиналы облигаций ориентированы на их размещение среди институциональных инвесторов, а наименьшие — на их продажу населению. С учетом объема эмиссии и номинала облигации устанавливается эмитируемое их количество.

Вид облигации. Определение вида облигации связано с целями привлечения облигационного займа (краткосрочные или долгосрочные облигации), а также с возможностями их размещения на фондовом рынке с учетом сложившихся требований к их инвестиционной привлекательности (облигации именные или на предъявителя; процентные или дисконтные облигации).

Период обращения облигации. Он конкретизирует срок обращения облигаций в рамках избранного их вида — краткосрочных или долгосрочных. Конкретный период эмиссии определяется целями привлечения заемного капитала из этого источника с учетом прогнозируемости условий экономического развития страны и конъюнктуры фондового рынка.

Среднегодовой уровень доходности облигации (среднегодовая ставка процента по ней). Этот показатель формируется исходя из конъюнктуры фондового рынка и оценки уровня собственной кредитоспособности. При формировании среднегодового уровня доходности облигации учитываются следующие основные факторы:

- средняя эффективная ставка процента по аналогичным кредитным инструментам;
- средний уровень доходности базовых облигаций аналогичного вида;
- размер кредитного спреда, определяемый уровнем кредитоспособности (кредитного рейтинга) предприятия;
- прогнозируемый темп инфляции;
- уровень спроса на аналогичные долговые фондовые инструменты;
- уровень ликвидности аналогичных долговых ценных бумаг на фондовом рынке.

Сформированный среднегодовой уровень доходности облигации позволяет предприятию определить конкретные размеры процента или дисконта по ней.

Порядок выплаты процентного дохода. Это условие эмиссии характеризует периодичность выплаты процентного дохода инвесторам (в соответствии с установленной среднегодовой ставкой доходности по облигации), а также адреса мест, даты начала и прекращения выплаты этого дохода. По дисконтным облигациям доход выплачивается при их погашении.

Порядок погашения облигации. Это условие определяет дату начала и прекращения погашения облигации, а также адреса мест, в которых осуществляется это погашение.

Условия досрочного выкупа облигаций. Такие условия разрабатываются только по отзывным долгосрочным облигациям с большим периодом обращения и оформляются специальным Положением о досрочном их выку-

пе. Возможность досрочного выкупа облигаций позволяет предприятию управлять стоимостью облигационного займа в условиях нестабильной конъюнктуры финансового рынка, в первую очередь, при существенном снижении уровня ссудного процента. В этом случае оговорка условий досрочного выкупа облигаций позволяет приобрести их у инвестора по более низкой цене. Выкупная цена облигации устанавливается в процентах к их номинальной стоимости на каждый год общего периода их эмиссии — по этой цене они могут быть выкуплены предприятием при уведомлении инвесторов (как правило, за месяц).

Пример: Предприятие-эмитент выпустило отзывную облигацию номиналом 100 усл.ден.ед. с пятилетним периодом обращения со среднегодовым уровнем процентного дохода в размере 30%. Выкупная цена установлена в следующих размерах в процентах к номинальной стоимости:

в 1-й год обращения — 110%

во 2-й год обращения — 107%

в 3-й год обращения — 104%

в 4-й год обращения — 102%

в 5-й год обращения — 100%

Через два года после эмиссии ставка ссудного процента на аналогичные кредитные инструменты снизилась до 20%. В этих условиях рыночная стоимость облигации возросла за счет более высокого уровня доходности до 108 усл.ден.ед. Условия досрочного выкупа позволяют предприятию выкупить облигацию за 104 усл.ден.ед. и не выплачивать в дальнейшем чрезмерно высокий процентный доход по ней.

Критерием экономической эффективности выкупа облигаций является превышение рыночной ее стоимости над установленной выкупной ценой.

Другие специальные условия эмиссии облигации. В составе этих условий могут быть предусмотрены льготы в ее приобретении персоналом предприятия; возможные преимущества владельцев облигаций в приобретении продукции предприятия; порядок замещения облигации при ее утере или уничтожении и т.п.

Совокупность всех условий эмиссии облигации должна быть отражена в эмиссионном проспекте (публикуемой информации об эмиссии), содержание которого регламентируется соответствующими правовыми нормами.

6. Оценка стоимости облигационного займа. Такая оценка проводится на основе условий эмиссии и включает такие элементы расчета, как среднегодовая ставка процента, ставка налога на прибыль, уровень эмиссионных затрат по отношению к объему эмиссии и другие. По результатам оценки стоимости облигационного займа определяется сравнительная эффективность привлечения заемного капитала из этого источника в сопоставлении с другими альтернативными источниками его привлечения.

7. Определение эффективных форм андеррайтинга. Если к размещению эмиссии облигации привлекаются андеррайтеры, предприятию необходимо определить их состав, согласовать с ними цены первоначальной продажи облигации и размеры их комиссионного вознаграждения, сформировать график поступления средств облигационного займа.

8. Формирование фонда погашения облигаций. Завершающим этапом управления облигационным займом является определение размера постоянных отчислений, которые предприятие должно осуществлять для формирования выкупного фонда к моменту их погашения. В этом случае используется формула расчета платежей в виде аннуитета, т.к. такие отчисления осуществляются в фиксированной сумме через равные промежутки времени в течение срока действия облигации. Формула аннуитетных платежей может быть использована и при обслуживании долга по облигации (с периодической выплатой суммы процента).

Отчисления в фонд погашения могут осуществляться как в денежной форме, так и выкупленными на фондовом рынке облигациями.

ПЛАНИРОВАНИЕ И ОПТИМИЗАЦИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

Глава 17.

ПЛАНИРОВАНИЕ ОБЪЕМОВ И СТРУКТУРЫ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

17.1. РАЗРАБОТКА ПЛАНА ПОСТУПЛЕНИЯ И РАСХОДОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ РЕСУРСОВ

Ни один из видов текущих финансовых планов предприятия, ни одна из крупных хозяйственных его операций не может быть разработана вне связи с планируемыми денежными потоками по ним. Концентрация всех видов планируемых денежных потоков предприятия получает свое отражение в специальном плановом документе — плане поступления и расходования денежных средств, который является одной из основных форм текущего финансового плана.

План поступления и расходования денежных средств разрабатывается на предстоящий год в помесечном разрезе с тем, чтобы обеспечить учет сезонных колебаний денежных потоков предприятия. Он составляется по отдельным видам хозяйственной деятельности и по предприятию в целом. Учитывая, что ряд исходных предпосы-

лок разработки этого плана носят слабопрогнозируемый характер, он составляется обычно в вариантах — “оптимистическом”, “реалистическом” и “пессимистическом”. Кроме того, разработка этого плана носит многовариантный характер и по используемым методам расчета отдельных его показателей.

Основной целью разработки плана поступления и расходования денежных средств является прогнозирование во времени валового и чистого денежных потоков предприятия в разрезе отдельных видов его хозяйственной деятельности и обеспечение постоянной платежеспособности на всех этапах планового периода.

План поступления и расходования денежных средств разрабатывается на предприятии в такой последовательности:

На первом этапе прогнозируется поступление и расходование денежных средств по операционной деятельности предприятия, так как ряд результативных показателей этого плана служат исходной предпосылкой разработки других составных его частей.

На втором этапе разрабатываются плановые показатели поступления и расходования денежных средств по инвестиционной деятельности предприятия (с учетом чистого денежного потока по операционной его деятельности).

На третьем этапе рассчитываются плановые показатели поступления и расходования денежных средств по финансовой деятельности предприятия, которая призвана обеспечить источники внешнего финансирования операционной и инвестиционной его деятельности в предстоящем периоде.

На четвертом этапе прогнозируются валовой и чистый денежные потоки, а также динамика остатков денежных средств по предприятию в целом.

1. Прогнозирование поступления и расходования денежных средств по операционной деятельности предприятия осуществляется двумя основными способами: 1) исходя из планируемого объема реализации продукции; 2) исходя из планируемой целевой суммы чистой прибыли.

1. При прогнозировании поступления и расходования денежных средств по операционной деятельности исходя из планируемого объема реализации продукции расчет отдель-

ных показателей плана осуществляется в такой последовательности (рис. 17.1).

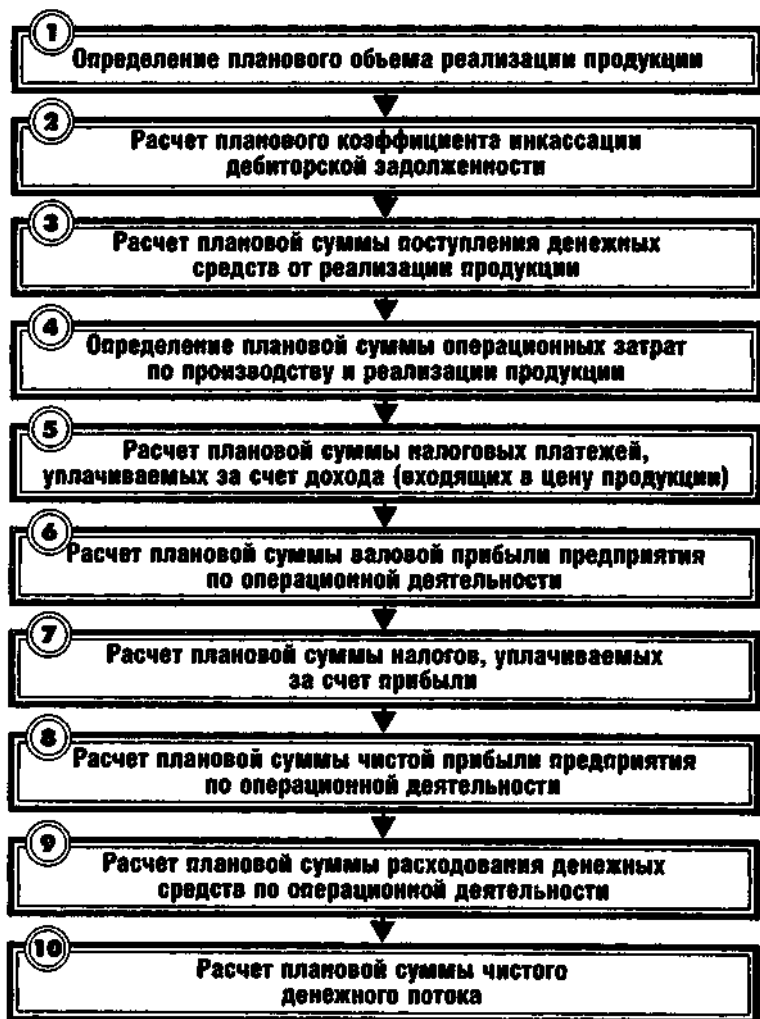


Рисунок 17.1. Последовательность расчета отдельных показателей при прогнозировании поступления и расходования денежных средств исходя из планируемого объема реализации продукции

Определение планового объема реализации продукции базируется на разработанной производственной программе (плане производства продукции), учитывающей потенциал соответствующего товарного рынка. Такой подход позволяет увязывать плановый объем реализации продукции с ресурсным потенциалом предприятия и уровнем его использования, а также емкостью соответствующего товарного рынка. Базовым показателем расчета плановой суммы реализации продукции выступает в этом случае планируемый объем производства товарной продукции. Модель расчета планового объема реализации продукции имеет следующий вид:

$$ОР_{\text{п}} = ЗГП_{\text{н}} + ПТП - ЗГП_{\text{к}},$$

где $ОР_{\text{п}}$ — плановый объем реализации продукции в рассматриваемом периоде (месяце);

$ЗГП_{\text{н}}$ — сумма запасов готовой продукции на начало планируемого периода;

$ПТП$ — суммарный объем производства готовой товарной продукции в рассматриваемом плановом периоде;

$ЗГП_{\text{к}}$ — сумма запасов готовой продукции на конец рассматриваемого периода.

Плановый объем реализации продукции дифференцируется в разрезе реализации за наличный расчет и с предоставлением товарного (коммерческого) кредита с учетом сложившейся хозяйственной практики.

Расчет планового коэффициента инкассации дебиторской задолженности осуществляется исходя из фактического его уровня в отчетном периоде с учетом намечаемых мероприятий по изменению политики предоставления товарного (коммерческого) кредита.

Расчет плановой суммы поступления денежных средств от реализации продукции осуществляется по следующей формуле:

$$ПДС_{\text{п}} = ОР_{\text{пн}} + (ОР_{\text{пк}} \times КИ) + НО_{\text{пр}},$$

где $ПДС_{\text{п}}$ — плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции в рассматриваемом периоде;

$ОР_{\text{пн}}$ — плановый объем реализации продукции за наличный расчет в рассматриваемом периоде;

$ОР_{пк}$ — объем реализации продукции в кредит в текущем периоде;

$КИ$ — коэффициент текущей инкассации дебиторской задолженности, выраженный десятичной дробью;

$НО_{пр}$ — сумма ранее неинкассированного остатка дебиторской задолженности (подлежащего инкассации в плановом порядке).

Рассчитанный показатель плановой суммы поступления денежных средств от реализации продукции характеризует **планируемый объем положительного денежного потока предприятия по операционной деятельности.**

Определение плановой суммы операционных затрат по производству и реализации продукции является одним из наиболее трудоемких этапов прогнозирования денежных потоков предприятия. В его основе лежит калькулирование себестоимости отдельных видов продукции (производственной и полной). В состав плановой себестоимости конкретного вида продукции включаются все прямые и косвенные затраты на ее производство и реализацию. В наиболее общем виде плановая сумма совокупных операционных затрат предприятия может быть представлена следующим расчетным алгоритмом:

$$ОЗ_{п} = \sum_{i=1}^n (ПЗ_{пi} + ОПЗ_{пi}) \times ОП_{пi} + \sum_{i=1}^n ЗР_{пi} \times ОР_{пi} + ОХЗ_{п},$$

где $ОЗ_{п}$ — плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции;

$ПЗ_{пi}$ — плановая сумма прямых затрат на производство единицы продукции;

$ОПЗ_{пi}$ — плановая сумма общепроизводственных (непрямых) затрат на производство единицы продукции;

$ОП_{пi}$ — планируемый объем производства конкретных видов продукции в натуральном выражении;

$ЗР_{пi}$ — плановая сумма затрат на реализацию единицы продукции;

$ОР_{пi}$ — планируемый объем реализации конкретных видов продукции в натуральном выражении;

$ОХЗ_{п}$ — плановая сумма общехозяйственных затрат предприятия (административно-управленческих расходов по предприятию в целом).

Расчет плановой суммы налоговых платежей, уплачиваемых за счет дохода (входящих в цену продукции), осуществляется исходя из планируемого объема реализации отдельных видов продукции и соответствующих ставок налога на добавленную стоимость, акцизного сбора и других аналогичных налогов.

Расчет плановой суммы валовой прибыли предприятия по операционной деятельности производится по следующей формуле:

$$ВП_{п} = ОР_{п} - ОЗ_{п} - НП_{д},$$

где $ВП_{п}$ — плановая сумма валовой прибыли предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде;

$ОР_{п}$ — плановый объем реализации продукции в рассматриваемом периоде;

$ОЗ_{п}$ — плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции;

$НП_{д}$ — плановая сумма налоговых платежей, уплачиваемых за счет дохода (входящих в цену продукции).

Расчет плановой суммы налогов, уплачиваемых за счет прибыли, осуществляется по следующей формуле:

$$НП_{п} = \frac{ВП_{п} \times Н_{п}}{100} + Н_{пп},$$

где $НП_{п}$ — плановая сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли;

$ВП_{п}$ — плановая сумма валовой прибыли предприятия по операционной деятельности;

$Н_{п}$ — ставка налога на прибыль, в процентах;

$Н_{пп}$ — сумма прочих налогов и сборов, уплачиваемых за счет прибыли.

Расчет плановой суммы чистой прибыли предприятия по операционной деятельности производится по формуле:

$$ЧП_{п} = ВП_{п} - НП_{п},$$

где $ЧП_{п}$ — плановая сумма чистой прибыли предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде;

$ВП_{п}$ — плановая сумма валовой прибыли предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде;

$НП_n$ — плановая сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли.

Расчет плановой суммы расходования денежных средств по операционной деятельности осуществляется по следующей формуле:

$$РДС_n = ОЗ_n + НД_d + НП_n - АО_n,$$

где $РДС_n$ — плановая сумма расходования денежных средств по операционной деятельности в рассматриваемом периоде;

$ОЗ_n$ — плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции;

$НП_d$ — плановая сумма налогов и сборов, уплачиваемых за счет дохода (входящих в цену продукции);

$НП_n$ — плановая сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли;

$АО_n$ — плановая сумма амортизационных отчислений от основных средств и нематериальных активов.

Рассчитанный показатель плановой суммы расходования денежных средств характеризует **планируемый объем отрицательного денежного потока предприятия по операционной деятельности.**

Расчет плановой суммы чистого денежного потока может быть осуществлен по любому из рассматриваемых ниже алгоритмов:

$$\text{или} \quad ЧДП_n = ЧП_n + АО_n$$

$$ЧДП_n = ПДС_n - РДС_n,$$

где $ЧДП_n$ — плановая сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде;

$ЧП_n$ — плановая сумма чистой прибыли предприятия по операционной деятельности;

$АО_n$ — плановая сумма амортизационных отчислений от основных средств и нематериальных активов;

$ПДС_n$ — плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции;

$РДС_n$ — плановая сумма расходования денежных средств по операционной деятельности.

Пример прогнозирования поступления и расходования денежных средств по операционной деятельности

исходя из планируемого объема реализации продукции представлен в табл. 17.1.

Таблица 17.1.

Прогнозные расчеты поступления и расходования денежных средств по операционной деятельности исходя из планируемого объема реализации продукции

(тыс. усл. ден. ед.)

Показатели	Декабрь прошлого года	I квартал прошлого года			Итого I квартал	и т.д.
		Январь	Февраль	Март		
1	2	3	4	5	6	7
1. Объем реализации продукции — всего	1000	1100	1200	1300	3600	—
— в том числе						
— за наличный расчет	300	350	400	450	1200	—
— в кредит	700	750	800	850	2400	—
2. Коэффициент текущей инкассации дебиторской задолженности	0,5	0,5	0,5	0,5	—	—
3. Сумма поступления денежных средств от реализации продукции — всего	—	1075	1175	1275	3525	—
— в том числе						
— от продажи за наличный расчет	300	350	400	450	1200	—
— от продажи в кредит в текущем периоде	350	375	400	450	1200	—
— от продажи в кредит в предшествующем периоде	—	350	375	400	1125	—

1	2	3	4	5	6	7
4. Сумма операционных затрат по производству и реализации продукции — всего в т.ч. амортизационные отчисления	—	730	750	780	2260	—
	—	45	48	53	146	—
5. Ставка налога на добавленную стоимость, %	—	20	20	20	—	—
6. Сумма налога на добавленную стоимость	—	220	240	260	720	—
7. Валовая прибыль от операционной деятельности	—	150	210	260	620	—
8. Ставка налога на прибыль, %	—	30	30	30	—	—
9. Сумма налога на прибыль	—	45	63	78	186	—
10. Чистая прибыль от операционной деятельности	—	105	147	182	434	—
11. Общая сумма расходов денежных средств по операционной деятельности	—	950	1005	1065	3020	—
12. Сумма чистого денежного потока по операционной деятельности	—	150	195	235	580	—

2. При прогнозировании поступления и расходования денежных средств по операционной деятельности исходя из планируемой целевой суммы чистой прибыли расчет отдельных показателей плана осуществляется в такой последовательности (рис. 17.2.).

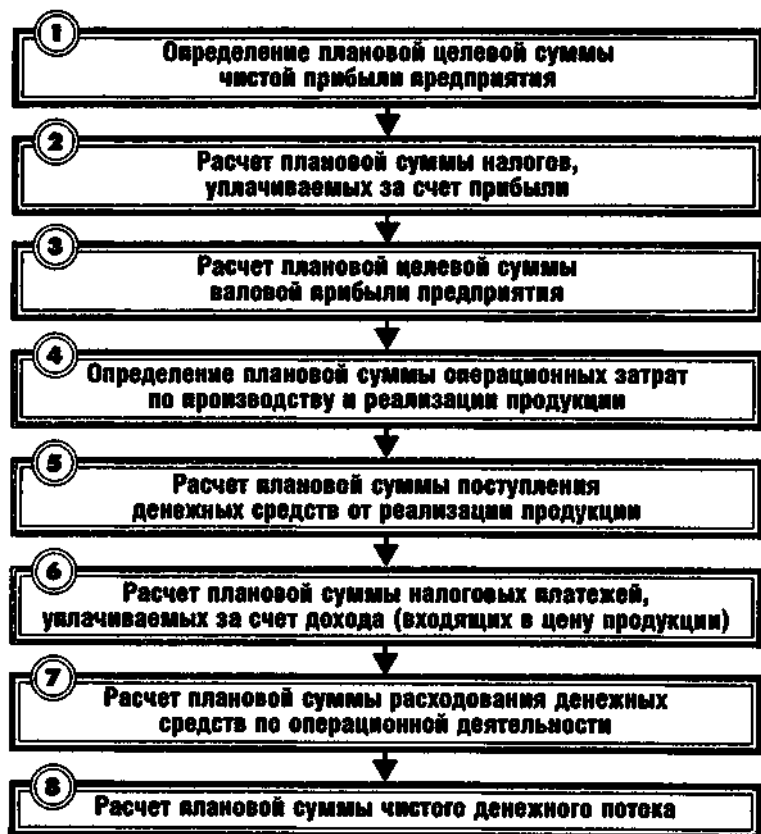


Рисунок 17.2. Последовательность расчета отдельных показателей при прогнозировании поступления и расходования денежных средств исходя из планируемой целевой суммы чистой прибыли

Определение плановой целевой суммы чистой прибыли предприятия представляет собой наиболее сложный этап в системе прогнозных расчетов денежных потоков.

Целевая сумма чистой прибыли представляет собой плановую потребность в финансовых ресурсах, формируемых за счет этого источника, обеспечивающую реализацию целей развития предприятия в предстоящем периоде. Расчет целевой суммы чистой прибыли предприятия ведется в разрезе отдельных элементов предстоящей потребности, состав которых представлен на рис. 17.3.



Рисунок 17.3. Состав основных элементов расчета целевой суммы чистой прибыли предприятия

Результаты прогнозных расчетов целевой суммы чистой прибыли предприятия в разрезе перечисленных элементов позволяют не только сформировать исходную базу планирования его денежных потоков, но и определить внутренние пропорции предстоящего ее использования.

Расчет плановой целевой суммы валовой прибыли предприятия осуществляется по следующей формуле:

$$ВП_{ц} = \frac{ЧП_{ц}}{1 - Н_{п}},$$

где $ВП_{ц}$ — целевая сумма валовой прибыли предприятия в рассматриваемом периоде;

$ЧП_{ц}$ — целевая сумма чистой прибыли предприятия в рассматриваемом периоде;

$Н_{п}$ — сводная ставка налога на прибыль и других налогов, уплачиваемых за счет прибыли, выраженная десятичной дробью.

Расчет плановой суммы налогов, уплачиваемых за счет прибыли, производится по формуле:

$$НП_{п} = ВП_{ц} - ЧП_{ц},$$

где $НП_{п}$ — плановая сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли;

$ВП_{ц}$ — целевая сумма валовой прибыли предприятия в рассматриваемом периоде;

$ЧП_{ц}$ — целевая сумма чистой прибыли предприятия в рассматриваемом периоде.

Определение плановой суммы операционных затрат по производству и реализации продукции при этом методе прогнозирования носит обобщенный характер, так как предполагает, что производственная программа под целевую сумму прибыли еще не сформирована. Упрощенный алгоритм осуществления таких расчетов имеет следующий вид:

$$ОЗ_{п} = ОЗ_{\text{пост}} + ОЗ_{\text{пер}} \times \left(\frac{ВП_{ц}}{ВП_{ф}} \right),$$

где $ОЗ_{п}$ — плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции в рассматриваемом периоде;

$OЗ_{\text{пост}}$ — фактическая сумма постоянных операционных затрат в аналогичном предшествующем периоде;

$OЗ_{\text{пер}}$ — фактическая сумма переменных операционных затрат в аналогичном предшествующем периоде;

$ВП_{\text{ц}}$ — плановая целевая сумма валовой операционной прибыли предприятия;

$ВП_{\text{ф}}$ — фактическая сумма валовой операционной прибыли предприятия в аналогичном предшествующем периоде.

В составе плановых операционных затрат отдельной позицией отражается сумма амортизационных отчислений.

Расчет плановой суммы поступления денежных средств от реализации продукции осуществляется по следующей формуле:

$$ПДС_{\text{п}} = \frac{ВП_{\text{ц}} + OЗ_{\text{п}}}{1 - Н_{\text{д}}},$$

где $ПДС_{\text{п}}$ — плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции в рассматриваемом периоде;

$ВП_{\text{ц}}$ — плановая целевая сумма валовой операционной прибыли предприятия;

$OЗ_{\text{п}}$ — плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции в рассматриваемом периоде;

$Н_{\text{д}}$ — сводная ставка налога на добавленную стоимость и других налогов и сборов, уплачиваемых за счет доходов, выраженная десятичной дробью.

Расчет плановой суммы налоговых платежей, уплачиваемых за счет дохода (входящих в цену продукции), производится по такой формуле:

$$НП_{\text{д}} = ПДС_{\text{п}} - OЗ_{\text{п}} - ВП_{\text{ц}},$$

где $НП_{\text{д}}$ — плановая сумма налогов и сборов, уплачиваемых за счет дохода (входящих в цену продукции);

$ПДС_{\text{п}}$ — плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции в рассматриваемом периоде;

$OЗ_n$ — плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции в рассматриваемом периоде;

$ВП_y$ — плановая целевая сумма валовой операционной прибыли предприятия.

Расчет плановой суммы расходования денежных средств по операционной деятельности основывается на плановых операционных затратах предприятия (без суммы амортизационных отчислений) и плановой сумме налогов и сборов, уплачиваемых за счет доходов и прибыли (формула этого расчета рассмотрена ранее).

Расчет плановой суммы чистого денежного потока основывается на ранее рассмотренных алгоритмах. Этот показатель может быть определен путем суммирования целевой суммы чистой прибыли и амортизационных отчислений или как разность между суммой поступления и расходования денежных средств в планируемом периоде.

Пример прогнозирования поступления и расходования денежных средств по операционной деятельности исходя из планируемой целевой суммы чистой прибыли предприятия представлен в табл. 17.2.

II. Прогнозирование поступления и расходования денежных средств по инвестиционной деятельности осуществляется методом прямого счета. Основой осуществления этих расчетов являются:

1. **Программа реального инвестирования**, характеризующая объем вложения денежных средств в разрезе отдельных осуществляемых или намечаемых к реализации инвестиционных проектов.

2. **Проектируемый к формированию портфель долгосрочных финансовых инвестиций**. Если такой портфель на предприятии уже сформирован, то определяется необходимая сумма денежных средств для обеспечения его прироста или объем реализации инструментов долгосрочных финансовых инвестиций.

3. **Предполагаемая сумма поступления денежных средств от реализации основных средств и нематериальных активов**. В основу этого расчета должен быть положен план их обновления.

4. **Прогнозируемый размер инвестиционной прибыли**. Так как прибыль от завершенных реальных инвестици-

Таблица 17.2.

**Прогнозные расчеты поступления и расходования
денежных средств по операционной деятельности
исходя из планируемой целевой суммы
чистой прибыли предприятия**

(тыс. усл. ден. ед.)

Показатели	I квартал планового года			Итого I квартал	и т.д.
	Январь	Февраль	Март		
1	2	3	4	5	6
1. Плановая целевая сумма чистой прибыли предприятия	150	180	200	530	
2. Ставка налога на прибыль, %	30	30	30	—	
3. Плановая целевая сумма валовой прибыли предприятия	214	257	286	757	
4. Плановая сумма налога на прибыль	64	77	86	227	
5. Сумма операционных затрат по производству и реализации продукции — всего в т.ч. амортизационные отчисления	770	800	830	2400	
	45	48	53	146	
6. Ставка налога на добавленную стоимость, %	20	20	20	—	
7. Сумма поступления денежных средств от реализации продукции	1230	1321	1395	3946	
8. Сумма налога на добавленную стоимость	246	264	279	789	

Окончание таблицы 17.2.

1	2	3	4	5	6
9. Общая сумма расходов денежных средств по операционной деятельности	1035	1093	1142	3270	
10. Сумма чистого денежного потока по операционной деятельности	195	228	253	676	

онных проектов, вступивших в стадию эксплуатации, показывается в составе операционной прибыли предприятия, в этом разделе прогнозируется размер прибыли только по долгосрочным финансовым инвестициям — дивидендам и процентам к получению.

Расчеты обобщаются в разрезе позиций, предусмотренных стандартом отчета о движении денежных средств предприятия по инвестиционной деятельности.

III. Прогнозирование поступления и расходования денежных средств по финансовой деятельности осуществляется методом прямого счета на основе потребности предприятия во внешнем финансировании, определенной по отдельным ее элементам (алгоритмы расчета этой потребности рассмотрены ранее). Основой осуществления этих расчетов являются:

1. Намечаемый объем дополнительной эмиссии собственных акций или привлечения дополнительного паевого капитала. В план поступления денежных средств включается только та часть дополнительной эмиссии акций, которая может быть реализована в конкретном предстоящем периоде.

2. Намечаемый объем привлечения долгосрочных и краткосрочных финансовых кредитов и займов во всех их формах (привлечение и обслуживание товарного кредита, а также краткосрочной внутренней кредиторской задолженности отражается денежными потоками по операционной деятельности).

3. Сумма ожидаемого поступления средств в порядке безвозмездного целевого финансирования. Эти показатели включаются в план на основе утвержденных государственного бюджета или соответствующих бюджетов других государственных и негосударственных органов (фондов, ассоциаций и т.п.).

4. Суммы предусмотренных к выплате в плановом периоде основного долга по долгосрочным и краткосрочным финансовым кредитам и займам. Расчет этих показателей осуществляется на основе конкретных кредитных договоров предприятия с банками или другими финансовыми институтами (в соответствии с условиями амортизации основного долга).

5. Предполагаемый объем дивидендных выплат акционерам (процентов на паевой капитал). В основе этого расчета лежит планируемая сумма чистой прибыли предприятия и осуществляемая им дивидендная политика.

Расчеты обобщаются в разрезе позиций, предусмотренных стандартом отчета о движении денежных средств предприятия по финансовой деятельности.

Результаты расчетов поступления и расходования денежных средств в разрезе основных видов деятельности и по предприятию в целом рекомендуется обобщать в следующей плановой форме (табл. 17.3).

Таблица 17.3.

**Рекомендуемая форма составления плана
поступления и расходования денежных средств**

(усл. ден. ед.)

Показатели	Месяцы			Итого I квартал	и т.д.	Итого за год
	Январь	Февраль	Март			
1	2	3	4	5	6	7
I. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ПО ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ						
1. Поступление денежных средств от реализации продукции	1075	1175	1275	3525		

Продолжение таблицы 17.3.

1	2	3	4	5	6	7
2. Прочие поступления денежных средств в процессе операционной деятельности	25	25	25	75		
<i>Итого валовой положительный денежный поток по операционной деятельности (поступление денежных средств)</i>	<i>1100</i>	<i>1200</i>	<i>1300</i>	<i>3600</i>		
3. Затраты денежных средств на производство и реализацию продукции (без амортизационных отчислений)	685	700	715	2100		
4. Налоги и сборы, уплачиваемые за счет доходов (входящие в цену продукции)	220	240	260	720		
5. Налоги и сборы, уплачиваемые за счет прибыли	45	63	78	186		
<i>Итого валовой отрицательный денежный поток по операционной деятельности (расходование денежных средств)</i>	<i>950</i>	<i>1003</i>	<i>1053</i>	<i>3006</i>		
<i>Сумма чистого денежного потока по операционной деятельности</i>	<i>+150</i>	<i>+197</i>	<i>+247</i>	<i>+594</i>		
II. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ПО ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ						
1. Поступление денежных средств от реализации основных средств и нематериальных активов	—	100	—	100		

1	2	3	4	5	6	7
2. Поступление денежных средств от реализации долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля	80	—	—	80		
3. Поступление денежных средств от планируемой реализации ранее выкупленных собственных акций	—	—	—	—		
4. Прогнозируемая сумма дивидендов и процентов по долгосрочным финансовым инструментам инвестиционного портфеля	30	5	5	40		
<i>Итого валовой положительный денежный поток по инвестиционной деятельности (поступление денежных средств)</i>	<i>110</i>	<i>105</i>	<i>5</i>	<i>220</i>		
5. Приобретение основных средств	40	40	50	130		
6. Прирост незавершенного капитального строительства	150	150	150	450		
7. Приобретение нематериальных активов	60	—	—	60		
8. Приобретение долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля	—	—	—	—		
9. Планируемый выкуп собственных акций	—	—	—	—		
<i>Итого валовой отрицательный денежный поток</i>						

Продолжение таблицы 16.3.

1	2	3	4	5	6	7
<i>по инвестиционной деятельности (расходование денежных средств)</i>	250	190	200	640		
<i>Сумма чистого денежного потока по инвестиционной деятельности</i>	-480	-85	-195	-420		
III. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ПО ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ						
1. Дополнительно привлекаемый из внешних источников собственный акционерный или паевой капитал	—	—	—	—		
2. Дополнительно привлекаемые долгосрочные кредиты и займы	—	—	—	—		
3. Дополнительно привлекаемые краткосрочные кредиты и займы	20	20	20	50		
4. Прогнозируемое поступление средств в порядке безвозмездного целевого финансирования	—	—	—	—		
<i>Итого валовой положительный денежный поток по финансовой деятельности (поступление денежных средств)</i>	20	20	20	50		
5. Выплата (погашение) основного долга по долгосрочным кредитам и займам	20	20	50	90		
6. Выплата (погашение) основного долга по						

1	2	3	4	5	6	7
краткосрочным кредитам и займам	20	20	12	52		
7. Прогнозируемые к выплате дивиденды (проценты) собственникам (акционерам) предприятия	—	72	—	72		
<i>Итого валовой отрицательный денежный поток по финансовой деятельности (выплата денежных средств)</i>	40	112	62	214		
<i>Сумма чистого денежного потока по финансовой деятельности</i>	-20	-92	-42	-154		
IV. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ПО ПРЕДПРИЯТИЮ В ЦЕЛОМ						
1. Остаток денежных средств на начало периода	60	50	70	60		
2. Валовой положительный денежный поток (поступление денежных средств)	1230	1325	1325	3880		
3. Валовой отрицательный денежный поток (расходование денежных средств)	1240	1305	1315	3860		
4. Чистый денежный поток	-10	+20	+10	+20		
5. Остаток денежных средств на конец периода	50	70	80	80		

Показатели разработанного плана поступления и расходования денежных средств служат основой оперативного планирования различных видов денежных потоков предприятия.

17.2. РАЗРАБОТКА ПЛАТЕЖНОГО КАЛЕНДАРЯ

План поступления и расходования денежных средств, разработанный на предстоящий год с разбивкой по месяцам, дает лишь общую основу управления денежными потоками предприятия. Вместе с тем, высокий динамизм этих потоков, их зависимость от множества факторов краткосрочного действия определяют необходимость разработки планового финансового документа, обеспечивающего ежедневное управление поступлением и расходованием денежных средств предприятия. Таким плановым документом выступает платежный календарь.

Термин "платежный календарь" имеет ряд аналогов — "кассовый бюджет", "текущий бюджет поступления и расходования денежных средств" и других. Каждый из этих терминов имеет право на существование, если содержанием этих документов является оперативный, составленный в рамках одного месяца план денежных потоков (поступления и расходования денежных средств) по предприятию в целом или отдельным его центрам ответственности (структурным единицам и подразделениям). Вместе с тем, следует учесть, что оперативные планы денежных потоков — это прежде всего установленные в рамках одного месяца *сроки и объемы платежей*, поэтому более предпочтительным в этих целях является использование термина "платежный календарь".

Платежный календарь, разрабатываемый на предприятии в разнообразных вариантах, является самым эффективным и надежным инструментом оперативного управления его денежными потоками. Он позволяет решать следующие основные задачи:

- свести прогнозные варианты плана поступления и расходования денежных средств ("оптимистический", "реалистический", "пессимистический") к одному реальному заданию по формированию денежных потоков предприятия в рамках одного месяца;

- в максимально возможной степени синхронизировать положительный и отрицательный денежные потоки, повысив тем самым эффективность денежного оборота предприятия;

- обеспечить приоритетность платежей предприятия по критерию их влияния на конечные результаты его финансовой деятельности;

- в максимальной степени обеспечить необходимую абсолютную ликвидность денежного потока предприятия, т.е. его платежеспособность в рамках краткосрочного периода;

- включить управление денежными потоками в систему оперативного контроллинга (а соответственно и текущего мониторинга) финансовой деятельности предприятия.

Основной целью разработки платежного календаря (во всех его вариантах) является установление конкретных сроков поступления денежных средств и платежей предприятия и их доведение до конкретных исполнителей в форме плановых заданий. С учетом этой цели платежный календарь определяют иногда как *“план платежей точной даты”*.

Наиболее распространенной формой платежного календаря, используемой в процессе оперативного планирования денежных потоков предприятия, является его построение в разрезе двух разделов:

- 1) *графика предстоящих платежей;*

- 2) *графика предстоящих поступлений денежных средств.*

Однако если планируемый вид денежного потока носит односторонний характер (только положительный или только отрицательный), платежный календарь разрабатывается в форме одного соответствующего раздела.

Временной график платежей дифференцируется в платежном календаре обычно в ежедневном разрезе, хотя отдельные виды этого планового документа могут иметь и другую периодичность — еженедельную или ежедекадную (если такая периодичность не оказывает существенного влияния на ход осуществления денежного оборота предприятия или вызвана неопределенностью сроков платежей).

Виды платежного календаря дифференцируются в рамках предприятия в разрезе отдельных видов хозяйственной деятельности, а также в разрезе различных типов центров ответственности (структурных единиц и

подразделений). Основные виды платежного календаря предприятия, дифференцированные по этим признакам, приведены на рис. 17.4.



Рисунок 17.4. Основные виды платежного календаря, используемые в оперативном управлении денежными потоками предприятия

1. В системе оперативного управления денежными потоками по операционной деятельности предприятия основными видами платежного календаря являются следующие:

Налоговый платежный календарь. Этот плановый документ разрабатывается по предприятию в целом и содержит обычно только один раздел — “график налоговых платежей” (возвратные платежи по налоговым перерасчетам денежных средств включаются обычно в календарь инкассации дебиторской задолженности). В составе этого платежного календаря отражаются суммы всех видов налогов, сборов и других налоговых платежей, перечисляемых предприятием в бюджеты всех уровней и во внебюджетные фонды. Календарной датой уплаты избирается, как правило, последний день установленного срока перечисления налоговых платежей каждого вида.

Календарь инкассации дебиторской задолженности. Этот вид платежного календаря разрабатывается обычно по предприятию в целом (хотя при наличии специализированного подразделения — кредитного отдела — он может охватывать группу платежей только этого центра ответственности). По текущей дебиторской задолженности платежи включаются в календарь в суммах и сроки, предусмотренные соответствующими договорами (контрактами) с контрагентами. По просроченной дебиторской задолженности эти платежи включаются в данный плановый документ на основе предварительного согласования сторон. Календарь инкассации дебиторской задолженности содержит только один раздел — “график поступления денежных средств”. В целях отражения реального денежного оборота предприятия датой поступления денежных средств считается день их зачисления на расчетный счет предприятия (это позволяет исключить период флота в расчетах с дебиторами).

Календарь обслуживания финансовых кредитов. В соответствии с действующей международной практикой составления отчетности и прогнозирования денежных потоков обслуживание финансовых кредитов отражается в составе операционной (а не финансовой) деятельности предприятия. Это связано с тем, что проценты за кредит, лизинговые платежи и другие расходы предприятия по

обслуживанию финансового кредита входят в состав себестоимости продукции и соответственно влияют на размер формируемой операционной прибыли. Указанный календарь разрабатывается в целом по предприятию и содержит лишь один раздел — “график выплат, связанных с обслуживанием финансового кредита”. Суммы и даты выплат включаются в платежный календарь в соответствии с условиями кредитных (лизинговых) договоров.

Календарь выплат заработной платы. Такой платежный календарь разрабатывается обычно на предприятиях, применяющих многоступенчатый график выплат заработной платы работникам различных структурных единиц (филиалов, цехов и т.п.). Даты таких выплат устанавливаются на основе коллективного трудового договора или индивидуальных трудовых контрактов, а суммы платежей — исходя из штатного расписания и разработанной соответствующей сметы затрат. Указанный платежный календарь содержит обычно один раздел — “график выплат заработной платы”.

Календарь (бюджет) формирования производственных запасов разрабатывается обычно для соответствующих центров затрат (структурных подразделений, осуществляющих материально-техническое обеспечение производства). В состав платежей этого календаря входят обычно стоимость закупаемых сырья, материалов, полуфабрикатов, комплектующих изделий, а также расходы по транспортированию и страхованию в процессе перевозки. Если формируемые производственные запасы требуют специальных режимов хранения (охлаждения, газовой среды и т.п.), то данный вид платежного календаря может отражать и расходы по их хранению. Указанный календарь содержит лишь один раздел — “график платежей, связанных с формированием производственных запасов”. Суммы и даты этих платежей устанавливаются в соответствии с договорами с контрагентами или планами закупки товарно-материальных ценностей. Обычно в составе этих платежей отражается и погашение кредиторской задолженности предприятия по расчетам с поставщиками.

Календарь (бюджет) управленческих расходов. В составе этого бюджета отражаются платежи по закупке канцелярских принадлежностей; компьютерных программ и

средств оргтехники, не входящих в состав внеоборотных активов; расходы на командировки; почтово-телеграфные расходы и другие затраты, связанные с управлением предприятием (кроме затрат на оплату труда административно управленческого персонала, отражаемых в календаре выплат заработной платы). Данный вид платежного календаря содержит лишь один раздел — “график платежей по общехозяйственному управлению”. Сумма платежей этого календаря определяется соответствующей сметой, а даты их осуществления — по согласованию с соответствующими службами управления.

Календарь (бюджет) реализации продукции. Эта форма платежного календаря разрабатывается обычно в разрезе центров доходов или центров прибыли предприятия. Указанный платежный календарь содержит два раздела — “график поступления платежей за реализованную продукцию” и “график расходов, обеспечивающих реализацию продукции”. В первом разделе отражаются поступления денежных средств при наличных расчетах за продукцию (если данный центр ответственности контролирует инкассацию дебиторской задолженности по расчетам с покупателями, то в первом разделе отражается и этот вид поступления денежных средств). Во втором разделе отражаются расходы на маркетинг, содержание сбытовой сети, рекламу и т.п.

2. В системе оперативного управления денежными потоками по инвестиционной деятельности предприятия основными видами платежного календаря являются следующие:

Календарь (бюджет) формирования портфеля долгосрочных финансовых инвестиций. Этот вид оперативного планового документа состоит из двух разделов — “графика затрат на приобретение различных долгосрочных финансовых инструментов инвестирования” (акций, долгосрочных облигаций и т.п.) и “графика поступления дивидендов и процентов по долгосрочным финансовым инструментам инвестиционного портфеля”. Показатели первого раздела в рамках общей сметы затрат устанавливаются по согласованию с соответствующими инвестиционными менеджерами, а показатели второго раздела — в соответствии с условиями эмиссии отдельных финансовых инструментов портфеля.

Календарь (капитальный бюджет) реализации программы реальных инвестиций составляется по предприятию в целом, если не осуществляются крупномасштабные инвестиции по отдельно разработанным инвестиционным проектам. В этом виде оперативного финансового плана содержатся показатели двух разделов — “график капитальных затрат” (затраты на приобретение основных средств и нематериальных активов) и “график поступления инвестиционных ресурсов” (в разрезе отдельных их источников). Примерная форма разработки этого календаря (бюджета) по составу позиций рассмотрена ранее.

Календарь (капитальный бюджет) реализации отдельных инвестиционных проектов составляется, как правило, в разрезе соответствующих центров ответственности предприятия (центров инвестиций). Его структура аналогична предшествующему виду календаря с ограничением денежных потоков рамками лишь одного инвестиционного проекта.

3. В системе оперативного управления денежными потоками по финансовой деятельности предприятия могут разрабатываться следующие виды платежного календаря:

Календарь (бюджет) эмиссии акций. Этот вид платежного календаря имеет две разновидности — если он разрабатывается до начала продажи акций на первичном фондовом рынке, то включает лишь один раздел: “график платежей, обеспечивающих подготовку эмиссии акций”; если же он разрабатывается для периода осуществляемой продажи акций, то в его составе содержатся показатели двух разделов: “графика поступления денежных средств от эмиссии акций” и “графика платежей, обеспечивающих продажу акций” (комиссионное вознаграждение инвестиционным брокерам, расходы на информацию и т.п.).

Календарь (бюджет) эмиссии облигаций. Разработка такого планового документа носит периодический характер. Принципы его разработки те же, что и в предыдущем варианте оперативного финансового плана.

Календарь амортизации основного долга по финансовым кредитам. Этот вид платежного календаря содержит лишь один раздел — “график амортизации основного долга”. Показатели этого оперативного финансового плана диф-

ференцируются в разрезе каждого кредита, подлежащего погашению. Суммы платежей и сроки их осуществления устанавливаются в платежном календаре в соответствии с условиями кредитных договоров, заключенных с коммерческими банками и другими финансовыми институтами.

Перечисленные виды платежного календаря как формы оперативного планового документа могут быть дополнены с учетом объема и специфики хозяйственной деятельности предприятия. Конкретный перечень видов платежного календаря предприятие устанавливает самостоятельно с учетом требований эффективности управления денежным оборотом.

Ряд показателей отдельных видов платежного календаря могут носить не фиксированный, а переменный характер (вариант "гибкого платежного календаря"). В такой форме платежный календарь доводится обычно до отдельных центров ответственности. Система основных показателей, определяющих вариантность устанавливаемых плановых заданий в составе "гибкого платежного календаря", приведена на рис. 17.5.

Разработка платежного календаря в различных его вариантах значительно облегчается при использовании современных компьютерных технологий. Наличие соответствующих программ позволяет, например, при изменении в табличном процессоре определяющего показателя "гибкого календаря" автоматически получить новый ряд всех содержащихся в нем оперативных плановых заданий. По вариантам всех видов платежного календаря с помощью соответствующих программ легко может быть обеспечена преемственность разрабатываемых показателей во времени (при переходе к каждому последующему месяцу его разработки). Наконец, программы соответствующего финансового моделирования денежных потоков предприятия могут легко взаимосвязывать и корректировать показатели отдельных видов платежного календаря с показателями плана поступления и расходования денежных средств по предприятию в целом. Эти же программы позволяют осуществлять финансовое планирование денежных потоков и в обратном



Рисунок 17.5. Система основных показателей, определяющих вариантность заданий в составе „гибкого платежного календаря“, доводимого различным центрам ответственности предприятия

направлении — внося коррективы в план поступления и расходования денежных средств осуществлять автоматическую корректировку соответствующих показателей всех видов платежного календаря.

Использование соответствующих компьютерных технологий в процессе текущего и оперативного планирования денежных потоков должно быть увязано с объемами и видами этих потоков, определяемых диверсификацией хозяйственной деятельности предприятия.

Глава 18. ОПТИМИЗАЦИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

18.1. ОПТИМИЗАЦИЯ СРЕДНЕГО ОСТАТКА ДЕНЕЖНЫХ АКТИВОВ

Потребность в операционном (транзакционном) остатке денежных активов характеризует минимально необходимую их сумму, необходимую для осуществления текущей хозяйственной деятельности. Расчет этой суммы основывается на планируемом денежном обороте по операционной деятельности (соответствующем разделе плана поступления и расходования денежных средств) и количестве оборотов денежных активов. Для расчета планируемой суммы операционного остатка денежных активов используется следующая формула:

$$\overline{ДА}_o = \frac{ПО_{од}}{КО_{да}},$$

где $\overline{ДА}_o$ — планируемая сумма операционного остатка денежных активов предприятия;

$ПО_{од}$ — планируемый объем денежного оборота (суммы расходования денежных средств) по операционной деятельности предприятия;

$КО_{да}$ — количество оборотов среднего остатка денежных активов в плановом периоде.

Пример: Определить планируемую сумму операционного остатка денежных активов предприятия исходя из следующих данных:

в соответствии с планом поступления и расходования денежных средств на предстоящий год объем денежного оборота по операционной деятельности предусмотрен в размере 300 тыс. усл. ден. ед.;

количество оборотов среднего остатка денежных активов в предшествующем году составило 24. На плановый период этот показатель оставлен без изменений.

Подставляя эти данные в вышеприведенную формулу, получим:

$$\text{планируемая сумма операционного остатка денежных средств} = \frac{300}{24} = 12,5 \text{ тыс. усл. ден. ед.}$$

Расчет планируемой суммы операционного остатка денежных активов может быть осуществлен и на основе отчетного их показателя, если в процессе анализа было установлено, что он обеспечивал своевременность осуществления всех платежей, связанных с операционной деятельностью предприятия. В этом случае для расчета используется следующая формула:

$$\overline{ДА}_o = \overline{ДА}_ф + \frac{ПО_{од} - ФО_{од}}{КО_{да}},$$

где $\overline{ДА}_o$ — планируемая сумма операционного остатка денежных активов предприятия;

$\overline{ДА}_ф$ — фактическая средняя сумма операционного остатка денежных активов предприятия в предшествующем аналогичном периоде;

$ПО_{од}$ — планируемый объем денежного оборота (суммы расходования денежных средств) по операционной деятельности предприятия;

$ФО_{од}$ — фактический объем денежного оборота (суммы расходования денежных средств) по операционной деятельности предприятия в предшествующем аналогичном периоде;

$КО_{да}$ — количество оборотов среднего остатка денежных активов в плановом периоде.

Пример: Дополним показатели предшествующего примера следующими данными:

операционный остаток денежных активов составлял в среднем 11 тыс. усл. ден. ед;

фактический объем денежного оборота по операционной деятельности составил в отчетном году 262 тыс. усл. ден. ед.

Подставляя эти данные в вышеприведенную формулу, получим:

$$\text{планируемая сумма операционного остатка денежных средств} = 11 + \frac{300 - 262}{24} = 12,6 \text{ тыс. усл. ден. ед.}$$

Потребность в страховом (резервном) остатке денежных активов определяется на основе рассчитанной суммы их операционного остатка и коэффициента неравномерности (коэффициента вариации) поступления денежных средств на предприятие по отдельным месяцам предшествующего года. Для расчета планируемой суммы страхового остатка денежных активов используется следующая формула:

$$ДА_c = ДА_o \times KB_{\text{пдс}},$$

где $ДА_c$ — планируемая сумма страхового остатка денежных активов предприятия;

$ДА_o$ — плановая сумма операционного остатка денежных активов предприятия;

$KB_{\text{пдс}}$ — коэффициент вариации поступления денежных средств на предприятие в отчетном периоде.

Потребность в компенсационном остатке денежных активов планируется в размере, определенном соглашением о банковском обслуживании. Если соглашение с банком, осуществляющим расчетное обслуживание предприятия, такое требование не содержит, этот вид остатка денежных активов на предприятии не планируется.

Потребность в инвестиционном (спекулятивном) остатке денежных активов планируется исходя из финансовых возможностей предприятия только после того, как полностью обеспечена потребность в других видах остатков денежных активов. Так как эта часть денежных активов не теряет своей стоимости в процессе хранения (при формировании эффективного портфеля краткосрочных финансовых инвестиций), их сумма верхним пределом не ограничивается. Критерием формирования этой части денежных активов выступает необходимость обеспечения более высокого коэффициента рентабельности краткосрочных инвестиций в сравнении с коэффициентом рентабельности операционных активов.

Общий размер среднего остатка денежных активов в плановом периоде определяется путем суммирования рассчитанной потребности в отдельных видах:

$$\overline{ДА} = \overline{ДА_o} + \overline{ДА_c} + \overline{ДА_k} + \overline{ДА_{ин}},$$

где $\overline{ДА}$ — средняя сумма денежных активов предприятия в плановом периоде;

- $\overline{Д\Lambda}_0$ — средняя сумма операционного остатка денежных активов в плановом периоде;
 $\overline{Д\Lambda}_c$ — средняя сумма страхового остатка денежных активов в плановом периоде;
 $\overline{Д\Lambda}_x$ — средняя сумма компенсационного остатка денежных активов в плановом периоде;
 $\overline{Д\Lambda}_и$ — средняя сумма инвестиционного остатка денежных активов.

Учитывая, что остатки денежных активов трех последних видов являются в определенной степени взаимозаменяемыми, общая потребность в них при ограниченных финансовых возможностях предприятия может быть соответственно сокращена.

В практике зарубежного финансового менеджмента применяются и более сложные модели определения среднего остатка денежных активов.

Наиболее широко используемой в этих целях является Модель Баумоля, который первый трансформировал для планирования остатка денежных средств ранее рассмотренную Модель ЕОQ. Исходными положениями Модели Баумоля является постоянство потока расходования денежных средств, хранение всех резервов денежных активов в форме краткосрочных финансовых вложений и изменение остатка денежных активов от их максимума до минимума, равного нулю (рис. 18.1.)

Исходя из представленного графика, можно увидеть, что если бы пополнение остатков денежных средств за счет продажи части краткосрочных финансовых вложений или краткосрочных кредитов банка осуществлялось в два раза чаще, то размер максимального и среднего остатков денежных средств на предприятии был бы в два раза меньше. Однако каждая операция по продаже краткосрочных активов или получению кредита связана для предприятия с определенными расходами, размер которых возрастает с увеличением частоты (или сокращением периода) пополнения денежных средств. Обозначим этот вид расходов индексом " P_0 " (расходы по обслуживанию одной операции пополнения денежных расходов).

Для экономии общей суммы расходов по обслуживанию операций пополнения денежных средств, следует увеличить период (или снизить частоту) этого пополнения. В этом случае соответственно увеличатся размеры

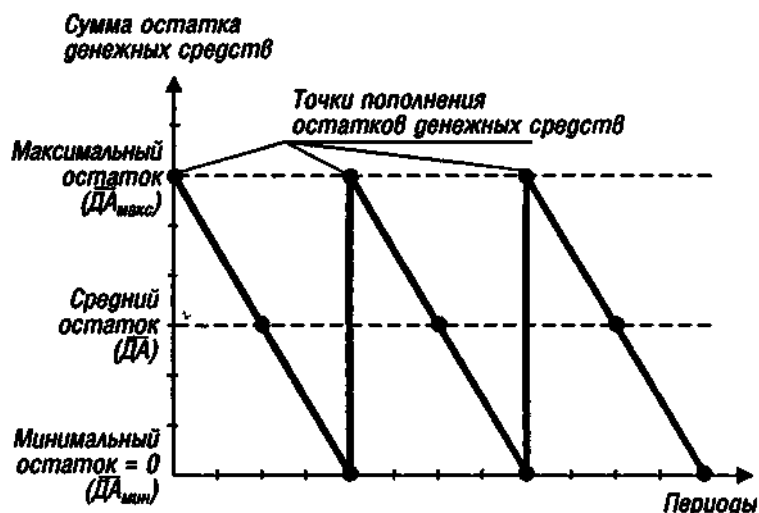


Рисунок 18.1. Формирование и расходование остатка денежных средств в соответствии с Моделью Баумоля

максимального и среднего остатка денежных средств. Однако эти виды остатков денежных средств доходов предприятию не приносят; более того, рост этих остатков означает потерю для предприятия альтернативных доходов в форме краткосрочных финансовых вложений. Размер этих потерь равен сумме остатков денежных средств, умноженной на среднюю ставку процента по краткосрочным финансовым вложениям (выраженную десятичной дробью). Обозначим размер этих потерь индексом " Π_d " (потери доходов при хранении денежных средств).

С учетом потерь рассмотренных двух видов строится оптимизационная Модель Баумоля, позволяющая определить оптимальную частоту пополнения и оптимальный размер остатка денежных средств, при которых совокупные потери будут минимальными (рис. 18.2)

Математический алгоритм расчета максимального и среднего оптимальных размеров остатка денежных средств в соответствии с Моделью Баумоля имеет следующий вид:

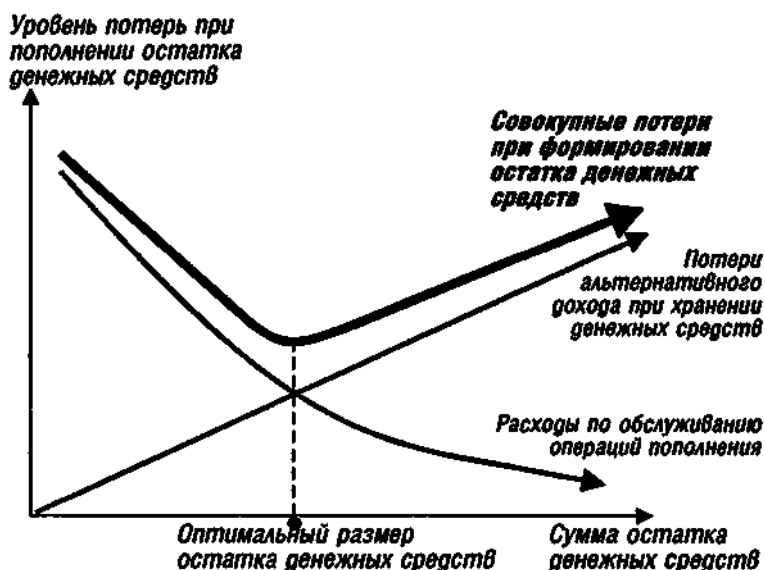


Рисунок 18.2. Схема формирования оптимального размера остатка денежных средств в соответствии с Моделью Баумоля

$$DA_{\text{макс}} = \sqrt{\frac{2 \times P_o \times PO_{\text{до}}}{P_d}};$$

$$\overline{DA} = \frac{DA_{\text{макс}}}{2},$$

- где $DA_{\text{макс}}$ — оптимальный размер максимального остатка денежных активов предприятия;
 $\overline{DA}$ — оптимальный размер среднего остатка денежных активов предприятия;
 P_o — расходы по обслуживанию одной операции пополнения денежных средств;
 P_d — уровень потери альтернативных доходов при хранении денежных средств (средняя ставка процента по краткосрочным финансовым вложениям), выраженный десятичной дробью;
 $PO_{\text{до}}$ — планируемый объем денежного оборота (суммы расходования денежных средств).

Пример: необходимо определить на основе Модели Баумоля средний и максимальный размер остатков денежных средств на основе следующих данных: планируемый годовой объем денежного оборота предприятия составляет 225 тыс. усл. ден. ед.; расходы по обслуживанию одной операции пополнения денежных средств составляют 100 усл. ден. ед.; среднегодовая ставка процента по краткосрочным финансовым вложениям составляет 20%.

При этих условиях размер максимального и среднего остатков денежных активов предприятия составит:

$$DA_{\text{макс}} = \sqrt{\frac{2 \times 100 \times 225000}{0,2}} = \sqrt{225000000} = 15000 \text{ усл. ден. ед.}$$

$$\overline{DA} = \frac{15000}{2} = 7500 \text{ усл. ден. ед.}$$

Модель Миллера—Орра представляет собой еще более сложный алгоритм определения оптимального размера остатков денежных активов. Исходные положения этой модели предусматривают наличие определенного размера страхового запаса и определенную неравномерность в поступлении и расходовании денежных средств, а соответственно и остатка денежных активов. Минимальный предел формирования остатка денежных активов принимается на уровне страхового остатка, а максимальный — на уровне трехкратного размера страхового остатка (рис. 18.3).

Как видно из приведенных данных, когда остаток денежных активов достигает максимального значения (верхней границы своего “коридора”), излишние средства (по отношению к среднему остатку) переводятся в резерв, т.е. инвестируются в краткосрочные финансовые инструменты. Аналогичным образом, когда остаток денежных активов достигает минимального значения (нижней границы своего “коридора”) осуществляется пополнение денежных средств до среднего уровня за счет продажи части краткосрочных финансовых инструментов, привлечения краткосрочных банковских кредитов и других источников.

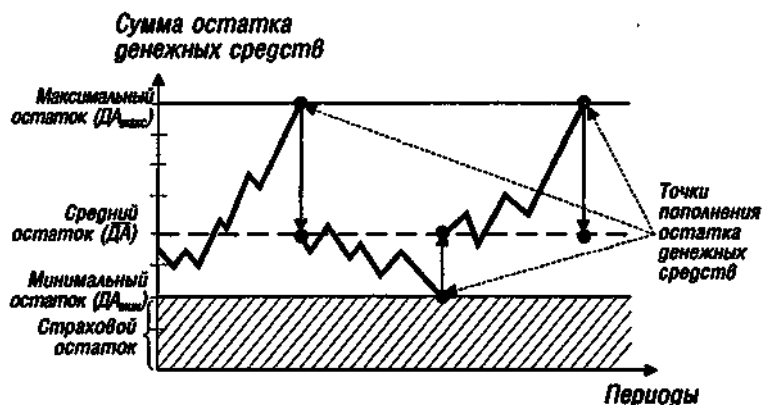


Рисунок 18.3. Формирование и расходование остатка денежных средств в соответствии с Моделью Миллера—Орра

Необходимо обратить внимание и на то, что значение среднего остатка денежных активов находится на одну треть выше минимального его значения и на две трети ниже максимального его значения, а не посередине между этими значениями. При таком подходе уровень альтернативных потерь доходов при хранении денежных средств будет более низким.

Математический алгоритм расчета диапазона колебаний остатка денежных активов между минимальным и максимальным его значением имеет следующий вид:

$$ДКО_{м/м} = 3 \times \sqrt{\frac{3 \times P_o \times \sigma_{до}^2}{4 \times П_d}},$$

где $ДКО_{м/м}$ — диапазон колебаний суммы остатка денежных активов между минимальным и максимальным его значением;

P_o — расходы по обслуживанию одной операции пополнения денежных средств;

$\sigma_{до}$ — среднеквадратическое (стандартное) отклонение ежедневного объема денежного оборота;

$П_d$ — среднедневной уровень потерь альтернативных доходов при хранении денежных

средств (среднедневная ставка процента по краткосрочным финансовым операциям), выраженный десятичной дробью.

Соответственно максимальный и средний остатки денежных активов определяются по формулам:

$$ДА_{\text{макс}} = ДА_{\text{мин}} + ДКО_{\text{м/м}};$$

$$ДА = ДА_{\text{мин}} + \frac{ДКО_{\text{м/м}}}{3},$$

где $ДА_{\text{макс}}$ — оптимальный размер максимального остатка денежных активов предприятия;

$ДА$ — оптимальный размер среднего остатка денежных активов предприятия;

$ДА_{\text{мин}}$ — минимальный (или страховой) остаток денежных активов предприятия;

$ДКО_{\text{м/м}}$ — диапазон колебаний суммы остатка денежных активов между минимальным и максимальным его значением.

Пример: необходимо определить на основе Модели Миллера—Орра диапазон колебаний остатка денежных активов, а также максимальную и среднюю сумму этого остатка на основе следующих данных:

страховой (минимальный) остаток денежных активов установлен по предприятию на плановый год в сумме 5000 усл. ден. ед.;

среднеквадратическое (стандартное) отклонение ежедневного объема денежного оборота по данным анализа за предшествующий год составляло 2000 усл. ден. ед.;

расходы по обслуживанию одной операции пополнения денежных средств составляют 80 усл. ден. ед.;

среднедневная ставка процента по краткосрочным финансовым вложениям составляет 0,08%.

При этих условиях диапазон колебаний суммы остатка денежных активов составит:

$$ДКО_{\text{м/м}} = 3 \times \sqrt[3]{\frac{3 \times 80 \times 2000^2}{4 \times 0,0008}} = 3 \times \sqrt[3]{\frac{3 \times 80 \times 4\,000\,000}{4 \times 0,0008}} =$$

$$= 3 \times \sqrt[3]{375\,000\,000\,000} = 5\,000 + 7211 = 12,2 \text{ тыс. усл. ден. ед.}$$

Соответственно размер максимального и среднего остатков денежных активов составят:

$$ДА_{\text{макс}} = 5000 + 21633 = 26,6 \text{ тыс. усл. ден. ед.};$$

$$ДА = 5000 + \frac{21633}{3} = 5000 + 7211 = 12,2 \text{ тыс. усл. ден. ед.}$$

Несмотря на четкий математический аппарат расчетов оптимальных сумм остатков денежных активов обе приведенные модели (Модель Баумоля и Модель Миллера—Орра) пока еще сложно использовать в отечественной практике финансового менеджмента по следующим причинам:

- хроническая нехватка оборотных активов не позволяет предприятиям формировать остаток денежных средств в необходимых размерах с учетом их резерва;
- замедление платежного оборота вызывает значительные (иногда непредсказуемые) колебания в размерах денежных поступлений, что соответственно отражается и на сумме остатка денежных активов;
- ограниченный перечень обращающихся краткосрочных фондовых инструментов и низкая их ликвидность затрудняют использование в расчетах показателей, связанных с краткосрочными финансовыми вложениями.

18.2. ОПТИМИЗАЦИЯ ПЛАТЕЖНОГО ОБОРОТА ПРЕДПРИЯТИЯ

Важнейшим регулятором интенсивности денежных потоков и размера среднего остатка денежных активов предприятия выступает оптимизация его платежного оборота. Основу оптимизации платежного оборота предприятия составляет обеспечение сбалансированности объемов положительного и отрицательного его денежных потоков во времени. На результаты хозяйственной деятельности предприятия отрицательное воздействие оказывают как дефицитный, так и избыточный денежные потоки.

Отрицательные последствия дефицитного денежного потока проявляются в снижении ликвидности и уровня платежеспособности предприятия, росте просроченной кредиторской задолженности поставщикам сырья и материалов, повышении доли просроченной задолженности по полученным финансовым кредитам, задержках вы-

платы заработной платы (с соответствующим снижением уровня производительности труда персонала), росте продолжительности финансового цикла, а в конечном счете — в снижении рентабельности использования собственного капитала и активов предприятия.

Отрицательные последствия избыточного денежного потока проявляются в потере реальной стоимости временно неиспользуемых денежных средств от инфляции, потере потенциального дохода от неиспользуемой части денежных активов в сфере краткосрочного их инвестирования, что в конечном итоге также отрицательно сказывается на уровне рентабельности активов и собственного капитала предприятия.

Методы оптимизации дефицитного денежного потока зависят от характера этой дефицитности — краткосрочной или долгосрочной.

Сбалансированность дефицитного денежного потока в краткосрочном периоде достигается путем использования “Системы ускорения — замедления платежного оборота” (или “Системы лидс энд лэгс”). Суть этой системы заключается в разработке на предприятии организационных мероприятий по ускорению привлечения денежных средств и замедлению их выплат.

Ускорение привлечения денежных средств в краткосрочном периоде может быть достигнуто за счет следующих мероприятий:

- увеличения размера ценовых скидок за наличный расчет по реализованной покупателям продукции;

- обеспечения частичной или полной предоплаты за произведенную продукцию, пользующуюся высоким спросом на рынке;

- сокращения сроков предоставления товарного (коммерческого) кредита покупателям;

- ускорения инкассации просроченной дебиторской задолженности;

- использования современных форм рефинансирования дебиторской задолженности — учета векселей, факторинга, форфейтинга;

- ускорения инкассации платежных документов покупателей продукции (времени нахождения их в пути, в процессе регистрации, в процессе зачисления денег на расчетный счет и т.п.).

Замедление выплат денежных средств в краткосрочном периоде может быть достигнуто за счет следующих мероприятий:

- использования флоута для замедления инкассации собственных платежных документов. Флоут представляет собой сумму денежных средств предприятия, связанную уже выписанными им платежными документами — поручениями (чеками, аккредитивами и т.п.), но еще не инкассированную их получателем. Флоут по конкретному платежному документу можно рассматривать как период времени между его выпиской по конкретному платежу и фактической его оплатой. Максимизируя флоут (период прохождения выписанных платежных документов до их оплаты) предприятие может соответственно повышать сумму среднего остатка своих денежных активов без дополнительного вложения финансовых средств. В зарубежной практике финансового менеджмента флоут является одним из эффективных инструментов управления остатком денежных активов компаний и фирм;

- увеличения по согласованию с поставщиками сроков предоставления предприятию товарного (коммерческого) кредита;

- замены приобретения долгосрочных активов, требующих обновления, на их аренду (лизинг);

- реструктуризации портфеля полученных финансовых кредитов путем перевода краткосрочных их видов в долгосрочные.

Следует отметить, что “Система ускорения — замедления платежного оборота”, решая проблему сбалансированности объемов дефицитного денежного потока в краткосрочном периоде (и соответственно повышая уровень абсолютной платежеспособности предприятия), создает определенные проблемы дефицитности этого потока в последующих периодах. Поэтому параллельно с использованием механизма этой системы должны быть разработаны меры по обеспечению сбалансированности дефицитного денежного потока в долгосрочном периоде.

Рост объема положительного денежного потока в долгосрочном периоде может быть достигнут за счет следующих мероприятий:

- привлечения стратегических инвесторов с целью увеличения объема собственного капитала;

- дополнительной эмиссии акций;
- привлечения долгосрочных финансовых кредитов;
- продажи части (или всего объема) финансовых инструментов инвестирования;
- продажи (или сдачи в аренду) неиспользуемых видов основных средств.

Снижение объема отрицательного денежного потока в долгосрочном периоде может быть достигнуто за счет следующих мероприятий:

- сокращения объема и состава реальных инвестиционных программ;
- отказа от финансового инвестирования;
- снижения суммы постоянных издержек предприятия.

Методы оптимизации избыточного денежного потока предприятия связаны с обеспечением роста его инвестиционной активности. В системе этих методов могут быть использованы:

- увеличение объема расширенного воспроизводства операционных внеоборотных активов;
- ускорение периода разработки реальных инвестиционных проектов и начала и реализации;
- осуществление региональной диверсификации операционной деятельности предприятия;
- активное формирование портфеля финансовых инвестиций;
- досрочное погашение долгосрочных финансовых кредитов.

В системе оптимизации платежного оборота предприятия важное место принадлежит сбалансированности отдельных видов денежного потока в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода времени. Это связано с тем, что несбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков по отдельным интервалам времени создает для предприятия ряд финансовых проблем. Опыт показывает, что результатом такой несбалансированности даже при высоком уровне формирования чистого денежного потока является низкая ликвидность этого потока (а соответственно и низкий уровень абсолютной платежеспособности предприятия) в отдельные периоды времени. При достаточно высокой продолжительности таких периодов для предприятия возникает серьезная угроза банкротства.

В процессе оптимизации денежных потоков предприятия во времени они предварительно классифицируются по следующим признакам:

1) по уровню *“нейтрализуемости”* (термин, означающий способность денежного потока определенного вида изменяться во времени) денежные потоки подразделяются на поддающиеся и неподдающиеся изменению. Примером денежного потока первого вида являются лизинговые платежи, период которых может быть установлен по согласованию сторон. Примером денежного потока второго вида являются налоговые платежи, срок уплаты которых не может быть предприятием нарушен;

2) по уровню *предсказуемости* денежные потоки подразделяются на полностью предсказуемые и недостаточно предсказуемые (абсолютно непредсказуемые денежные потоки в системе их оптимизации не рассматриваются).

Объектом оптимизации выступают предсказуемые денежные потоки, поддающиеся изменению во времени. В процессе оптимизации денежных потоков во времени используются два основных метода — выравнивание и синхронизация.

Выравнивание денежных потоков направлено на сглаживание их объемов в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода времени. Этот метод оптимизации позволяет устранить в определенной мере сезонные и циклические различия в формировании денежных потоков (как положительных, так и отрицательных), оптимизируя параллельно средние остатки денежных средств и повышая уровень ликвидности. Результаты этого метода оптимизации денежных потоков во времени оцениваются с помощью среднеквадратического отклонения или коэффициента вариации, которые в процессе оптимизации должны снижаться.

Синхронизация денежных потоков основана на ковариации положительного и отрицательного их видов. В процессе синхронизации должно быть обеспечено повышение уровня корреляции между этими двумя видами денежных потоков. Результаты этого метода оптимизации денежных потоков во времени оцениваются с помощью коэффициента корреляции, который в процессе оптимизации должен стремиться к значению *“+1”*.

ЛИТЕРАТУРА

1. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия. Пер. с англ. — СПб: Питер Ком, 1999.
2. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. — М.: "Финансы и статистика", 1997.
3. Башарин Г.П. Начала финансовой математики. — М.: "ИНФРА-М", 1997.
4. Белолипецкий В.Г. Финансы фирмы. — М.: "ИНФРА-М", 1998.
5. Беренс В., Хаверанек П. Руководство по оценке эффективности инвестиций. Пер. с англ. — М.: АОЗТ "Интерэксперт", "ИНФРА-М", 1995.
6. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация. Пер. с англ. — М.: Финансы и статистика, 1996.
7. Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов. Пер. с англ. — М.: "Банки и биржи", "ЮНИТИ", 1997.
8. Бланк И.А. Управление прибылью. — Киев: "Ника-Центр", "Эльга", 1998.
9. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. В 2-х томах. — Киев: "Ника-Центр", "Эльга", 1999.
10. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: Учебный курс. — Киев: "Ника-Центр", "Эльга", 1999.
11. Бланк И.А. Управление формированием капитала. — Киев: "Ника-Центр", "Эльга", 2000.
12. Бланк И.А. Управление использованием капитала. — Киев: "Ника-Центр", "Эльга", 2000.
13. Бланк И.А. Управление активами. — Киев: "Ника-Центр", "Эльга", 2000.
14. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента. В 2-х томах. — Киев: "Ника-Центр", "Эльга", 2001.
15. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент: Учебный курс. — Киев: "Ника-Центр", "Эльга", 2001.
16. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. Пер. с англ. — М.: "Дело ЛТД", 1994.

17. *Блех Ю., Гетце У.* Инвестиционные расчеты: модели и методы оценки инвестиционных проектов. Пер. с нем. — Калининград: "Янтарный сказ", 1997.
18. *Боди З., Мертон Р.* Финансы / Пер. с англ. — М.: Изд. дом "Вильямс", 2000.
19. *Бочаров В.В.* Финансовое моделирование. — СПб.: "Питер", 2000.
20. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. Пер. с англ. — М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 1997.
21. *Бригхэм Ю.* Энциклопедия финансового менеджмента. Пер. с англ. — М.: "РАГС", "Экономика", 1998.
22. *Бромвич М.* Анализ экономической эффективности капиталовложений. Пер. с англ. — М.: "ИНФРА-М", 1996.
23. *Быльцов С.* Настольная книга российского инвестора. — СПб.: Изд. дом "Бизнес-пресса", 2000.
24. *Воронцовский А.В.* Инвестиции и финансирование: Методы оценки и обоснования. — СПб.: Изд-во С.-Петербургского университета, 1998.
25. *Вяткин В., Хэмптон Дж., Казак А.* Принятие финансовых решений в управлении бизнесом. — М.: Екатеринбург: Издательский дом "ЯВА", 1998.
26. *Герчикова И.Н.* Финансовый менеджмент. — М.: АО "Консалтбанк", 1996.
27. *Гитман Л., Джонс М.* Основы инвестирования. Пер. с англ. — М.: Дело, 1997.
28. *Грабовый П.Г. и др.* Риски в современном бизнесе. — М.: "Аланс", 1994.
29. *Грачева М.В.* Анализ проектных рисков. — М.: ЗАО "Финстатинформ", 1999.
30. *Дамари Р.* Финансы и предпринимательство: финансовые инструменты, используемые западными фирмами для роста и развития. Пер. с англ. — Ярославль: "Елень", 1993.
31. *Джонс Э.* Деловые финансы. Пер. с англ. — М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 1998.
32. *Друри К.* Введение в управленческий и производственный учет. Пер. с англ. — М.: "ЮНИТИ", 1998.
33. Инвестиционно-финансовый портфель. — М.: "Соминтек", 1993.
34. *Ирвин Д.* Финансовый контроль. Пер. с англ. — М.: "Финансы и статистика", 1998.

35. *Карлин Т., Макмин А.* Анализ финансовых отчетов (на основе GAAP). Пер. с англ. — М.: "ИНФРА-М" 1998.
36. *Карп М.В., Махмудов Р.А., Шабалин Е.М.* Финансовый лизинг на предприятии. — М.: "Финансы", "ЮНИТИ", 1998.
37. *Кинг А.* Тотальное управление деньгами. Пер. с англ. — СПб., "Полигон", 1999.
38. *Ковалев В.В.* Управление финансами. — М.: "ФБК-ПРЕСС", 1998.
39. *Ковалев В.В.* Введение в финансовый менеджмент. — М.: "Финансы и статистика", 1999.
40. *Коллас Б.* Управление финансовой деятельностью предприятия. Пер. с франц. — М.: "Финансы", "ЮНИТИ", 1997.
41. *Колтынюк Б.А.* Инвестиционные проекты: конспект лекций. — СПб.: Изд-во Михайлова В.А., 1999.
42. *Колтынюк Б.А.* Ценные бумаги: Учебник. — СПб.: Изд-во Михайлова В. А., 2000.
43. Контроллинг как инструмент управления предприятием. Под ред. Данилочкиной Н.Г. — М.: "Аудит", "ЮНИТИ", 1998.
44. *Котляров С.А.* Управление затратами. — СПб.: "Питер", 2001.
45. *Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление. Пер. с англ. — М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 1999.
46. Краткий курс по экономике предприятия. Пер. с нем. — Под ред. Ушаковой Н.Н., Савельева Е.В., Гуляевой Н.Н. — Киев: "Генеза", 1998.
47. *Крейнина М.Н.* Финансовый менеджмент. — М.: "Дело и Сервис", 1998.
48. *Крушвиц Л.* Финансирование и инвестиции. Неклассические основы теории финансов. Пер. с нем. — СПб.: Изд-во "Питер", 2000.
49. *Лапуста М.Г., Шаршукова Л.Г.* Риски в предпринимательской деятельности. — М.: "ИНФРА-М", 1998.
50. *Ли Ч., Финнерти Д.* Финансы корпораций: теория, методы и практика. Пер. с англ. — М.: "ИНФРА-М", 2000.
51. *Лобанова Е.Н., Лимитовский М. А.* Финансовый менеджер. — М.: "ДеКА", 2000.

52. *Лукасевич И.Я.* Анализ финансовых операций. — М.: "Финансы", "ЮНИТИ", 1998.
53. *Маршалл Д., Бансал В.* Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововведениям. Пер. с англ. — М.: "ИНФРА-М", 1998.
54. *Мертенс А.В.* Инвестиции. — Киев: Киевское инвестиционное агентство, 1997.
55. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. Рук. авт. колл. Коссов В.В., Лившиц В.Н., Шахназаров А.Г. — М.: "Экономика", 2000.
56. *Миллер Р., Ван-Хуз Д.* Современные деньги и банковское дело. Пер. с англ. — М.: "Инфра-М", 2000.
57. *Модильяни Ф., Миллер М.* Сколько стоит фирма? Теорема ММ. Пер. с англ. — М.: "Дело", 1999.
58. *Нэгл Т., Холден Р.* Стратегия и тактика ценообразования: руководство для принятия решений, приносящих прибыль. — СПб: "Питер", 2001.
59. *Норткотт Д.* Принятие инвестиционных решений. Пер. с англ. — М.: "Банки и биржи", "ЮНИТИ", 1997.
60. *Павлова Л.Н.* Финансы предприятия. — М.: "Финансы", "ЮНИТИ", 1998.
61. *Перар Ж.* Управление международными денежными потоками. Пер. с франц. — М.: "Финансы и статистика", 1998.
62. *Перар Ж.* Управление финансами: с упражнениями. Пер. с франц. — М.: "Финансы и статистика", 1999.
63. *Ришар Ж.* Аудит и анализ хозяйственной деятельности предприятия. Пер. с франц. — М.: "Аудит", "ЮНИТИ", 1997.
64. *Розенберг Дж.* Инвестиции: Терминологический словарь. Пер. с англ. — М.: "ИНФРА-М", 1997.
65. *Росс С., Вестерфильд Р., Джордан Б.* Основы корпоративных финансов. Пер. с англ. — М.: "Лаборатория базовых знаний", 2000.
66. *Рубинштейн Т.Б.* Планирование и расчеты денежных средств фирм и компаний. — М.: "Ось-89", 2001.
67. Руководство по кредитному менеджменту. Под ред. Эдвардса Б. Пер. с англ. — М.: "ИНФРА-М", 1996.
68. *Рэдхэд К., Хьюс С.* Управление финансовыми рисками. Пер. с англ. — М.: "ИНФРА-М", 1996.
69. *Самуэльсон П.* Экономика. В 2-х томах. Пер. с англ. — М.: НПО "АЛГОН", ВНИИСИ, 1992.

70. *Сергеев И.В., Веретенникова И.И.* Организация и финансирование инвестиций. — М.: "Финансы и статистика", 2000.
71. *Сио К.К.* Управленческая экономика. Пер. с англ. — М.: "ИНФРА-М", 2000.
72. *Скотт М.* Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости. Пер. с англ. — М: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2000.
73. *Стоянова Е.С.* Финансовый менеджмент. Российская практика. — М.: "Перспектива", 1995.
74. *Стоянова Е.С., Быкова Е.В., Бланк И.А.* Управление оборотным капиталом. — М.: "Перспектива", 1998.
75. *Стоянова Е.С., Штерн М.Г.* Финансовый менеджмент для практиков: Краткий профессиональный курс. — М.: "Перспектива", 1998.
76. *Теплова Т.В.* Финансовые решения: стратегия и тактика. — М.: "Магистр", 1998.
77. *Тренев Н.Н.* Управление финансами. — М.: "Финансы и статистика", 1999.
78. *Уотшем Т., Паррамоу К.* Количественные методы в финансах. Пер. с англ. — М.: "Финансы", "ЮНИТИ", 1999.
79. Управление инвестициями: В 2-х томах. Колл. авторов. — М.: Высшая школа, 1998.
80. *Ушакова Н.Н., Унковская Т.Е., Гуляева Н.Н., Гринюк Н.А.* Инвестирование, финансирование, кредитование: стратегия и тактика предприятия. — Киев: Киевский государственный торгово-экономический университет, 1997.
81. *Фабоцци Ф.* Управление инвестициями. Пер. с англ. — М.: "ИНФРА-М", 2000.
82. Финансовое управление компанией. — М.: "Правовая культура", 1995.
83. Финансовое управление фирмой. Под ред. Терехина В.И. — М.: "Экономика", 1998.
84. Финансовый менеджмент. Под ред. Поляка Г.Б. — М.: "Финансы", "ЮНИТИ", 1997.
85. Финансовый менеджмент: руководство по технике эффективного менеджмента. — М.: "КАРАНА", 1998.
86. Финансовый менеджмент: теория и практика. Под ред. Стояновой Е.С. — М.: "Перспектива", 1999.

87. Финансовый менеджмент. Под ред. Самсонова Н.Ф. — М.: "Финансы", "ЮНИТИ", 1999.
88. Финансы. Пер. с англ. — М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 1998.
89. Финансы, деньги, денежное обращение и кредит: Учебник. Под ред. В.К. Сенчагова, А.И. Архипова. — М.: "Проспект", 1999.
90. Финансы предприятий: Учебник. Под ред М.В. Романовского. — СПб.: "Издательский дом "Бизнес-пресса", 2000.
91. Финансы предприятий. Под ред. Колчиной Н.В. — М.: "Финансы", "ЮНИТИ", 1999.
92. Фольмут Х. Инструменты контроллинга от А до Я. Пер. с нем. — М.: "Финансы и статистика", 1998.
93. Четыркин Е.М. Финансовый анализ производственных инвестиций. — М.: "Дело", 1998.
94. Човутян Э.О., Сидоров М.А. Управление риском и устойчивое развитие. — М.: Изд-во РЭА им. Г.В. Плеханова, 1999.
95. Хелферт Э. Техника финансового анализа. Пер. с англ. — М.: "Аудит", "ЮНИТИ", 1996.
96. Холт Р. Основы финансового менеджмента. Пер. с англ. — М.: "Дело", 1993.
97. Холт Р., Барнес С. Планирование инвестиций. Пер. с англ. — М.: "Дело ЛТД", 1994.
98. Хоминич И.П. Финансовая стратегия компаний. — М.: Росс. экон. акад., 1998.
99. Хорн В. Основы управления финансами. Пер. с англ. — М.: "Финансы и статистика", 1996.
100. Шарп Ф., Александер Г., Бейли Д. Инвестиции. Пер. с англ. — М.: "ИНФРА-М", 1997.
101. Шим Д., Сигел Д. Методы управления стоимостью и анализа затрат. Пер. с англ. — М.: "ФИЛИНЬ", 1996.
102. Шим Д., Сигел Д. Финансовый менеджмент. Пер. с англ. — М.: "ФИЛИНЬ", 1996.
103. Шим Д., Сигел Д. Основы коммерческого бюджетирования. Пер. с англ. — СПб: "Пергамент", 1998.
104. Шуляк П.Н. Финансы предприятий: Учебник. — М.: Издательский Дом "Дашков и К.", 2000.

СПРАВОЧНЫЙ АППАРАТ

I. ТАБЛИЦЫ ФИНАНСОВЫХ ВЫЧИСЛЕНИЙ

1. Множители наращення, используемые для расчетов будущей стоимости по сложным процентам

Число наращива- ний	Ставка процентов	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1		1,010	1,020	1,030	1,040	1,050	1,060	1,070	1,080	1,090	1,100
2		1,020	1,040	1,061	1,082	1,102	1,124	1,145	1,166	1,188	1,210
3		1,030	1,061	1,093	1,125	1,158	1,191	1,225	1,260	1,295	1,331
4		1,041	1,082	1,126	1,170	1,216	1,262	1,311	1,360	1,412	1,464
5		1,051	1,104	1,159	1,217	1,276	1,338	1,403	1,469	1,539	1,611
6		1,062	1,126	1,194	1,265	1,340	1,419	1,501	1,587	1,677	1,772
7		1,072	1,149	1,230	1,316	1,407	1,504	1,606	1,714	1,828	1,949
8		1,083	1,172	1,267	1,369	1,477	1,594	1,718	1,851	1,993	2,144
9		1,094	1,193	1,305	1,423	1,551	1,689	1,838	1,999	2,172	2,358
10		1,105	1,219	1,344	1,480	1,629	1,791	1,967	2,159	2,370	2,594
11		1,116	1,243	1,384	1,539	1,710	1,898	2,105	2,332	2,580	2,853
12		1,127	1,268	1,426	1,601	1,796	2,012	2,252	2,518	2,813	3,138
13		1,138	1,294	1,469	1,665	1,886	2,133	2,410	2,720	3,066	3,452
14		1,149	1,319	1,513	1,732	1,980	2,201	2,579	2,937	3,342	3,797
15		1,161	1,346	1,558	1,801	2,079	2,397	2,759	3,172	3,642	4,177
16		1,173	1,373	1,605	1,873	2,183	2,540	2,952	3,426	3,970	4,595
17		1,184	1,400	1,653	1,948	2,292	2,693	3,159	3,700	4,328	5,054
18		1,196	1,428	1,702	2,026	2,407	2,854	3,380	3,996	4,717	5,560
19		1,208	1,457	1,753	2,107	2,527	3,026	3,616	4,316	5,142	6,116
20		1,220	1,486	1,806	2,191	2,653	3,207	3,870	4,661	5,604	6,727
21		1,232	1,516	1,860	2,279	2,786	3,399	4,140	5,034	6,109	7,400
22		1,245	1,546	1,916	2,370	2,925	3,603	4,430	5,436	6,658	8,140
23		1,257	1,577	1,974	2,465	3,071	3,820	4,740	5,871	7,258	8,954
24		1,270	1,608	2,033	2,563	3,225	4,049	5,072	6,341	7,911	9,850
25		1,282	1,641	2,094	2,666	3,386	4,292	5,427	6,848	8,623	10,834
30		1,348	1,811	2,427	3,243	4,322	5,743	7,612	10,062	13,267	17,449
40		1,489	2,208	3,262	4,801	7,040	10,285	14,974	21,724	31,408	45,258
50		1,645	2,691	4,384	7,106	11,467	18,419	29,456	46,900	74,354	117,386

Продолжение приложения 1

Число интервалов	Ставка процента	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
1		1,110	1,120	1,130	1,140	1,150	1,160	1,170	1,180	1,190	1,200
2		1,232	1,254	1,277	1,300	1,322	1,346	1,369	1,392	1,416	1,440
3		1,368	1,405	1,443	1,482	1,521	1,561	1,602	1,643	1,685	1,728
4		1,518	1,574	1,630	1,689	1,749	1,811	1,874	1,939	2,005	2,074
5		1,685	1,762	1,842	1,925	2,011	2,100	2,192	2,288	2,386	2,488
6		1,870	1,974	2,082	2,195	2,313	2,436	2,565	2,700	2,840	2,986
7		2,076	2,211	2,353	2,502	2,660	2,826	3,001	3,185	3,379	3,583
8		2,305	2,476	2,658	2,853	3,059	3,278	3,511	3,759	4,021	4,300
9		2,558	2,773	3,004	3,252	3,518	3,803	4,108	4,435	4,785	5,160
10		2,839	3,106	3,395	3,707	4,046	4,411	4,807	5,234	5,695	6,192
11		3,152	3,479	3,836	4,226	4,652	5,117	5,624	6,176	6,777	7,430
12		3,498	3,896	4,334	4,818	5,350	5,936	6,580	7,288	8,064	8,916
13		3,883	4,363	4,898	5,492	6,153	6,886	7,699	8,599	9,596	10,699
14		4,310	4,887	5,535	6,261	7,076	7,987	9,007	10,147	11,420	12,839
15		4,785	5,474	6,254	7,138	8,137	9,265	10,539	11,974	13,589	15,407
16		5,311	6,130	7,067	8,137	9,358	10,748	12,330	14,129	16,171	18,488
17		5,895	6,866	7,986	9,276	10,761	12,468	14,426	16,672	19,244	22,186
18		6,543	7,690	9,024	10,575	12,375	14,462	16,879	19,673	22,900	26,623
19		7,263	8,613	10,197	12,055	14,232	16,776	19,748	23,214	27,251	31,948
20		8,062	9,646	11,523	13,743	16,366	19,461	23,105	27,393	32,429	38,337
21		8,949	10,804	13,021	15,667	18,821	22,574	27,033	32,323	38,591	46,005
22		9,933	12,100	14,713	17,861	21,644	26,186	31,629	38,141	45,923	55,205
23		11,026	13,552	16,626	20,361	24,891	30,376	37,005	45,007	54,648	66,247
24		12,239	15,178	18,788	23,212	28,625	35,236	43,296	53,108	65,031	79,496
25		13,585	17,000	21,230	26,461	32,918	40,374	50,656	62,667	77,387	95,395
30		22,892	29,960	39,115	50,949	66,210	85,849	111,061	143,367	184,672	237,373
40		64,999	93,049	132,776	188,876	267,856	378,715	533,846	750,353	1051,642	1469,740
50		184,559	288,996	450,711	700,197	1083,619	1670,669	2566,080	3927,189	5988,730	9100,191

Число интервалов	Ставки процентов	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
1	1,210	1,220	1,230	1,240	1,250	1,260	1,270	1,280	1,290	1,300	
2	1,464	1,488	1,513	1,538	1,562	1,588	1,613	1,638	1,664	1,690	
3	1,772	1,816	1,861	1,907	1,953	2,000	2,048	2,097	2,147	2,197	
4	2,144	2,215	2,289	2,364	2,441	2,520	2,601	2,684	2,769	2,856	
5	2,594	2,703	2,815	2,932	3,052	3,176	3,304	3,436	3,572	3,713	
6	3,138	3,297	3,463	3,635	3,815	4,001	4,196	4,398	4,608	4,827	
7	3,797	4,023	4,259	4,508	4,768	5,042	5,329	5,629	5,945	6,275	
8	4,595	4,908	5,239	5,589	5,960	6,353	6,767	7,206	7,669	8,157	
9	5,560	5,987	6,444	6,931	7,451	8,004	8,595	9,223	9,893	10,604	
10	6,727	7,305	7,926	8,594	9,313	10,086	10,915	11,806	12,761	13,786	
11	8,140	8,912	9,749	10,657	11,642	12,708	13,862	15,112	16,462	17,921	
12	9,850	10,872	11,991	13,215	14,552	16,012	17,605	19,343	21,236	23,298	
13	11,918	13,264	14,749	16,386	18,190	20,175	22,359	24,759	27,395	30,287	
14	14,421	16,182	18,141	20,319	22,737	25,420	28,395	31,691	35,339	39,373	
15	17,449	19,742	22,314	25,195	28,422	32,030	36,062	40,565	45,587	51,185	
16	21,113	24,085	27,446	31,242	35,527	40,357	45,799	51,923	58,808	66,541	
17	25,547	29,384	33,758	38,740	44,409	50,850	58,165	66,461	75,862	86,503	
18	30,912	35,848	41,523	48,038	55,511	64,071	73,869	85,070	97,862	112,454	
19	37,404	43,735	51,073	59,567	69,389	80,730	93,813	108,890	126,242	146,190	
20	45,258	53,357	62,820	73,863	86,736	101,720	119,143	139,379	162,852	190,047	
21	54,762	65,095	77,268	91,591	108,420	128,167	151,312	178,405	210,079	247,061	
22	66,262	79,416	95,040	113,572	135,525	161,490	192,165	228,358	271,002	321,178	
23	80,178	96,887	116,899	140,829	169,407	203,477	244,050	292,298	349,592	417,531	
24	97,015	118,203	143,786	174,628	211,758	256,381	309,943	374,141	450,974	542,791	
25	117,388	144,207	176,857	216,539	264,698	323,040	393,628	478,901	581,756	705,627	
30	304,471	389,748	497,904	634,810	807,793	1025,904	1300,477	1645,488	2078,208	2619,936	
40	2048,309	2846,941	3946,340	5455,797	7523,156	10346,879	14195,051	19426,418	26520,723	36117,754	
50	13779,844	20795,680	31278,301	46889,207	70064,812	104354,562	154942,687	229345,875	339440,000	497910,125	

Число интервалов	Ставки процентов	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%	39%	40%
1		1,310	1,320	1,330	1,340	1,350	1,360	1,370	1,380	1,390	1,400
2		1,716	1,742	1,769	1,796	1,822	1,850	1,877	1,904	1,932	1,960
3		2,244	2,300	2,353	2,406	2,460	2,515	2,571	2,628	2,686	2,744
4		2,945	3,036	3,129	3,224	3,321	3,421	3,523	3,627	3,733	3,842
5		3,858	4,007	4,162	4,320	4,483	4,653	4,826	5,005	5,189	5,378
6		5,054	5,290	5,535	5,789	6,053	6,328	6,612	6,907	7,213	7,530
7		6,621	6,983	7,361	7,758	8,172	8,605	9,058	9,531	10,025	10,541
8		8,673	9,217	9,791	10,395	11,032	11,703	12,410	13,153	13,935	14,758
9		11,362	12,166	13,022	13,930	14,894	15,917	17,001	18,151	19,370	20,661
10		14,884	16,060	17,319	18,666	20,106	21,646	23,292	25,049	26,924	28,925
11		19,498	21,199	23,034	25,012	27,144	29,439	31,910	34,567	37,425	40,495
12		25,542	27,982	30,635	33,516	36,644	40,037	43,716	47,703	52,020	56,694
13		33,460	36,937	40,745	44,912	49,469	54,451	59,892	65,830	72,308	79,371
14		43,832	48,756	54,190	60,181	66,784	74,053	82,051	90,845	100,509	111,119
15		57,420	64,358	72,073	80,643	90,158	100,712	112,410	125,366	139,707	155,567
16		75,220	84,953	95,857	108,061	121,713	136,968	154,002	173,005	194,192	217,793
17		98,539	112,138	127,490	144,802	164,312	186,277	210,983	238,747	269,927	304,911
18		129,086	148,022	169,561	194,035	221,822	253,337	289,046	329,471	375,198	426,875
19		169,102	195,389	225,517	260,006	299,459	344,571	395,997	454,669	521,525	597,625
20		221,523	257,913	299,937	348,008	404,270	468,571	542,511	627,443	724,919	836,674
21		290,196	340,446	398,916	466,867	545,764	637,256	743,240	865,871	1,007,637	1,171,343
22		380,156	449,388	530,558	625,601	736,781	866,668	1,018,238	1,194,900	1,400,615	1,639,878
23		498,004	593,192	705,642	838,305	994,653	1,178,668	1,394,986	1,648,961	1,946,854	2,295,829
24		652,385	783,013	938,504	1,123,328	1,342,781	1,602,988	1,911,129	2,275,564	2,706,125	3,214,158
25		854,623	1,033,577	1,248,210	1,505,258	1,812,754	2,180,063	2,618,245	3,140,275	3,761,511	4,499,816
30		3,297,081	4,142,008	5,194,516	6,503,285	8,128,426	10,142,914	12,636,086	15,716,703	19,517,969	24,201,043
40		4,907,262	6,651,931	8,896,218	12,138,437	16,343,875	21,958,625	29,437,937	39,368,687	52,550,312	70,022,628

2. Дисконтные множители, используемые для расчетов настоящей стоимости по сложным процентам

Число интервалов	Ставки процентов	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1		0,990	0,980	0,971	0,962	0,952	0,943	0,935	0,926	0,917	0,909
2		0,980	0,961	0,943	0,925	0,907	0,890	0,873	0,857	0,842	0,826
3		0,971	0,942	0,915	0,889	0,864	0,840	0,816	0,794	0,772	0,751
4		0,961	0,924	0,888	0,855	0,823	0,792	0,763	0,735	0,708	0,683
5		0,951	0,906	0,863	0,822	0,784	0,747	0,713	0,681	0,650	0,621
6		0,942	0,888	0,837	0,790	0,746	0,705	0,666	0,630	0,596	0,564
7		0,933	0,871	0,813	0,760	0,711	0,665	0,623	0,583	0,547	0,513
8		0,923	0,853	0,789	0,731	0,677	0,627	0,582	0,540	0,502	0,467
9		0,914	0,837	0,766	0,703	0,645	0,592	0,544	0,500	0,460	0,424
10		0,905	0,820	0,744	0,676	0,614	0,558	0,508	0,463	0,422	0,386
11		0,896	0,804	0,722	0,650	0,585	0,527	0,475	0,429	0,388	0,350
12		0,887	0,789	0,701	0,625	0,557	0,497	0,444	0,397	0,356	0,319
13		0,879	0,773	0,681	0,601	0,530	0,469	0,415	0,368	0,326	0,290
14		0,870	0,758	0,661	0,577	0,505	0,442	0,388	0,340	0,299	0,263
15		0,861	0,743	0,642	0,555	0,481	0,417	0,362	0,315	0,275	0,239
16		0,853	0,728	0,623	0,534	0,458	0,394	0,339	0,292	0,252	0,218
17		0,844	0,714	0,605	0,513	0,436	0,371	0,317	0,270	0,231	0,198
18		0,836	0,700	0,587	0,494	0,416	0,350	0,296	0,250	0,212	0,180
19		0,828	0,686	0,570	0,475	0,396	0,331	0,277	0,232	0,194	0,164
20		0,820	0,673	0,554	0,456	0,377	0,312	0,258	0,215	0,178	0,149
21		0,811	0,660	0,538	0,439	0,359	0,294	0,242	0,199	0,164	0,135
22		0,803	0,647	0,522	0,422	0,342	0,278	0,226	0,184	0,150	0,123
23		0,795	0,634	0,507	0,406	0,326	0,262	0,211	0,170	0,138	0,112
24		0,788	0,622	0,492	0,390	0,310	0,247	0,197	0,158	0,126	0,102
25		0,780	0,610	0,478	0,375	0,295	0,233	0,184	0,146	0,116	0,092
30		0,742	0,552	0,412	0,308	0,231	0,174	0,131	0,099	0,075	0,057
40		0,672	0,453	0,307	0,208	0,142	0,097	0,067	0,046	0,032	0,022
50		0,608	0,372	0,228	0,141	0,087	0,054	0,034	0,021	0,013	0,009

Продолжение приложения 2

Число интервалов	Ставка процентов	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
1		0,901	0,893	0,885	0,877	0,870	0,862	0,855	0,847	0,840	0,833
2		0,812	0,797	0,783	0,769	0,756	0,743	0,731	0,718	0,706	0,694
3		0,731	0,712	0,693	0,675	0,658	0,641	0,624	0,609	0,593	0,579
4		0,659	0,636	0,613	0,592	0,572	0,552	0,534	0,516	0,499	0,482
5		0,593	0,567	0,543	0,519	0,497	0,476	0,456	0,437	0,419	0,402
6		0,535	0,507	0,480	0,456	0,432	0,410	0,390	0,370	0,352	0,335
7		0,482	0,452	0,425	0,400	0,376	0,354	0,333	0,314	0,296	0,279
8		0,434	0,404	0,376	0,351	0,327	0,305	0,285	0,266	0,249	0,233
9		0,391	0,361	0,333	0,308	0,284	0,263	0,243	0,225	0,209	0,194
10		0,352	0,322	0,295	0,270	0,247	0,227	0,208	0,191	0,176	0,162
11		0,317	0,287	0,261	0,237	0,215	0,195	0,178	0,162	0,148	0,135
12		0,286	0,257	0,231	0,208	0,187	0,168	0,152	0,137	0,124	0,112
13		0,258	0,229	0,204	0,182	0,163	0,145	0,130	0,116	0,104	0,093
14		0,232	0,205	0,181	0,160	0,141	0,125	0,111	0,099	0,088	0,078
15		0,209	0,183	0,160	0,140	0,123	0,108	0,095	0,084	0,074	0,065
16		0,188	0,163	0,141	0,123	0,107	0,093	0,081	0,071	0,062	0,054
17		0,170	0,146	0,125	0,108	0,093	0,080	0,069	0,060	0,052	0,045
18		0,153	0,130	0,111	0,095	0,081	0,069	0,059	0,051	0,044	0,038
19		0,138	0,116	0,098	0,083	0,070	0,060	0,051	0,043	0,037	0,031
20		0,124	0,104	0,087	0,073	0,061	0,051	0,043	0,037	0,031	0,026
21		0,112	0,093	0,077	0,064	0,053	0,044	0,037	0,031	0,026	0,022
22		0,101	0,083	0,068	0,056	0,046	0,038	0,032	0,026	0,022	0,018
23		0,091	0,074	0,060	0,049	0,040	0,033	0,027	0,022	0,018	0,015
24		0,082	0,066	0,053	0,043	0,035	0,028	0,023	0,019	0,015	0,013
25		0,074	0,059	0,047	0,038	0,030	0,024	0,020	0,016	0,013	0,010
30		0,044	0,033	0,026	0,020	0,015	0,012	0,009	0,007	0,005	0,004
40		0,015	0,011	0,008	0,005	0,004	0,003	0,002	0,001	0,001	0,001
50		0,005	0,003	0,002	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000

Число интервалов	Ставки процентов	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
1		0,826	0,820	0,813	0,806	0,800	0,794	0,787	0,781	0,775	0,769
2		0,683	0,672	0,661	0,650	0,640	0,630	0,620	0,610	0,601	0,592
3		0,564	0,551	0,537	0,524	0,512	0,500	0,488	0,477	0,466	0,455
4		0,467	0,451	0,437	0,423	0,410	0,397	0,384	0,373	0,361	0,350
5		0,386	0,370	0,355	0,341	0,328	0,315	0,303	0,291	0,280	0,269
6		0,319	0,303	0,289	0,275	0,262	0,250	0,238	0,227	0,217	0,207
7		0,263	0,249	0,235	0,222	0,210	0,198	0,188	0,178	0,168	0,159
8		0,218	0,204	0,191	0,179	0,168	0,157	0,148	0,139	0,130	0,123
9		0,180	0,167	0,155	0,144	0,134	0,125	0,116	0,108	0,101	0,094
10		0,149	0,137	0,126	0,116	0,107	0,099	0,092	0,085	0,078	0,073
11		0,123	0,112	0,103	0,094	0,086	0,079	0,072	0,066	0,061	0,056
12		0,102	0,092	0,083	0,076	0,069	0,062	0,057	0,052	0,047	0,043
13		0,084	0,075	0,068	0,061	0,055	0,050	0,045	0,040	0,037	0,033
14		0,069	0,062	0,055	0,049	0,044	0,039	0,035	0,032	0,028	0,025
15		0,057	0,051	0,045	0,040	0,035	0,031	0,028	0,025	0,022	0,020
16		0,047	0,042	0,036	0,032	0,028	0,025	0,022	0,019	0,017	0,015
17		0,039	0,034	0,030	0,026	0,023	0,020	0,017	0,015	0,013	0,012
18		0,032	0,028	0,024	0,021	0,018	0,016	0,014	0,012	0,010	0,004
19		0,027	0,023	0,020	0,017	0,014	0,012	0,011	0,009	0,008	0,007
20		0,022	0,019	0,016	0,014	0,012	0,010	0,008	0,007	0,006	0,005
21		0,018	0,015	0,013	0,011	0,009	0,008	0,007	0,006	0,005	0,004
22		0,015	0,013	0,011	0,009	0,007	0,006	0,005	0,004	0,004	0,003
23		0,012	0,010	0,009	0,007	0,006	0,005	0,004	0,003	0,003	0,002
24		0,010	0,008	0,007	0,006	0,005	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002
25		0,009	0,007	0,006	0,005	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,001
30		0,003	0,003	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000
40		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
50		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Число интервалов	Ставки процентов	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%	39%	40%
1		0,763	0,758	0,752	0,746	0,741	0,735	0,730	0,725	0,719	0,714
2		0,583	0,574	0,565	0,557	0,549	0,541	0,533	0,525	0,518	0,510
3		0,445	0,435	0,425	0,416	0,406	0,398	0,389	0,381	0,372	0,364
4		0,340	0,329	0,320	0,310	0,301	0,292	0,284	0,276	0,268	0,260
5		0,259	0,250	0,240	0,231	0,223	0,215	0,207	0,200	0,193	0,186
6		0,198	0,189	0,181	0,173	0,165	0,158	0,151	0,145	0,139	0,133
7		0,151	0,143	0,136	0,129	0,122	0,116	0,110	0,105	0,100	0,095
8		0,115	0,108	0,102	0,096	0,091	0,085	0,081	0,076	0,072	0,068
9		0,088	0,082	0,077	0,072	0,067	0,063	0,059	0,055	0,052	0,048
10		0,067	0,062	0,058	0,054	0,050	0,046	0,043	0,040	0,037	0,035
11		0,051	0,047	0,043	0,040	0,037	0,034	0,031	0,029	0,027	0,025
12		0,039	0,036	0,033	0,030	0,027	0,025	0,023	0,021	0,019	0,018
13		0,030	0,027	0,025	0,022	0,020	0,018	0,017	0,015	0,014	0,013
14		0,023	0,021	0,018	0,017	0,015	0,014	0,012	0,011	0,010	0,009
15		0,017	0,016	0,014	0,012	0,011	0,010	0,009	0,008	0,007	0,006
16		0,013	0,012	0,010	0,009	0,008	0,007	0,006	0,006	0,005	0,005
17		0,010	0,009	0,008	0,007	0,006	0,005	0,005	0,004	0,004	0,003
18		0,008	0,007	0,006	0,005	0,005	0,004	0,003	0,003	0,003	0,002
19		0,006	0,005	0,004	0,004	0,003	0,003	0,003	0,002	0,002	0,002
20		0,005	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001
21		0,003	0,003	0,003	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001
22		0,003	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
23		0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000	0,000
24		0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000	0,000
25		0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
30		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
40		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
50		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

3. Множители наращення аннуитета, используемые для расчетов будущей стоимости

Число периодов	Ставки процентов	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1		1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2		2,010	2,020	2,030	2,040	2,050	2,060	2,070	2,080	2,090	2,100
3		3,030	3,060	3,091	3,122	3,152	3,184	3,215	3,246	3,278	3,310
4		4,060	4,122	4,184	4,246	4,310	4,375	4,440	4,506	4,573	4,641
5		5,101	5,204	5,309	5,416	5,526	5,637	5,751	5,867	5,985	6,105
6		6,152	6,308	6,468	6,633	6,802	6,975	7,153	7,336	7,523	7,716
7		7,214	7,434	7,662	7,898	8,142	8,394	8,654	8,923	9,200	9,487
8		8,286	8,583	8,892	9,214	9,549	9,897	10,260	10,637	11,028	11,436
9		9,368	9,755	10,159	10,583	11,027	11,491	11,978	12,488	13,021	13,579
10		10,462	10,950	11,464	12,006	12,578	13,181	13,816	14,487	15,193	15,937
11		11,567	12,169	12,808	13,486	14,207	14,972	15,784	16,645	17,560	18,531
12		12,682	13,412	14,192	15,026	15,917	16,870	17,888	18,977	20,141	21,384
13		13,809	14,680	15,618	16,627	17,713	18,882	20,141	21,495	22,953	24,523
14		14,947	15,974	17,086	18,292	19,598	21,015	22,550	24,215	26,019	27,975
15		16,097	17,293	18,599	20,023	21,578	23,276	25,129	27,152	29,361	31,772
16		17,258	18,639	20,157	21,824	23,657	25,672	27,888	30,324	33,003	35,949
17		18,430	20,012	21,761	23,697	25,840	28,213	30,840	33,750	36,973	40,544
18		19,614	21,412	23,414	25,645	28,132	30,905	33,999	37,450	41,301	45,599
19		20,811	22,840	25,117	27,671	30,539	33,760	37,379	41,446	46,018	51,158
20		22,019	24,297	26,870	29,778	33,066	36,785	40,995	45,762	51,159	57,274
21		23,239	25,783	28,676	31,969	35,719	39,992	44,865	50,422	56,764	64,002
22		24,471	27,299	30,536	34,248	38,505	43,392	49,005	55,456	62,872	71,402
23		25,716	28,845	32,452	36,618	41,430	46,995	53,435	60,893	69,531	79,542
24		26,973	30,421	34,426	39,082	44,501	50,815	58,176	66,764	76,789	88,496
25		28,243	32,030	36,459	41,645	47,726	54,864	63,248	73,105	84,99	98,346
30		34,784	40,567	47,575	56,084	66,438	79,057	94,459	113,282	136,305	164,491
40		48,885	60,401	75,400	95,024	120,797	154,758	199,630	259,052	337,872	442,580
50		64,461	84,577	112,794	152,664	209,341	290,325	406,516	573,756	815,051	1163,865

Число интервалов	Ставки процентов	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
1	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2	2,110	2,120	2,130	2,140	2,150	2,160	2,170	2,180	2,190	2,200	2,210
3	3,342	3,374	3,407	3,440	3,472	3,506	3,539	3,572	3,606	3,640	3,674
4	4,710	4,779	4,850	4,921	4,993	5,066	5,141	5,215	5,291	5,368	5,445
5	6,228	6,353	6,480	6,610	6,742	6,877	7,014	7,154	7,297	7,442	7,588
6	7,913	8,115	8,323	8,535	8,754	8,977	9,207	9,442	9,683	9,930	10,176
7	9,783	10,089	10,405	10,730	11,067	11,414	11,772	12,141	12,523	12,907	13,292
8	11,859	12,300	12,757	13,233	13,727	14,240	14,773	15,327	15,902	16,499	17,107
9	14,164	14,776	15,416	16,085	16,786	17,518	18,285	19,086	19,923	20,799	21,695
10	16,722	17,549	18,420	19,337	20,304	21,321	22,393	23,521	24,709	25,959	27,279
11	19,561	20,655	21,814	23,044	24,349	25,733	27,200	28,755	30,403	32,150	33,999
12	22,713	24,133	25,650	27,271	29,001	30,850	32,824	34,931	37,180	39,580	42,039
13	26,211	28,029	29,984	32,088	34,352	36,786	39,404	42,218	45,244	48,496	51,879
14	30,095	32,392	34,882	37,581	40,504	43,672	47,102	50,818	54,841	59,196	63,899
15	34,405	37,280	40,417	43,842	47,580	51,659	56,109	60,965	66,260	72,035	78,242
16	39,190	42,753	46,671	50,980	55,717	60,925	66,648	72,938	79,850	87,442	95,779
17	44,500	48,883	53,738	59,117	65,075	71,673	78,978	87,067	96,021	105,930	116,816
18	50,396	55,749	61,724	68,393	75,836	84,140	93,404	103,739	115,265	128,116	142,439
19	56,939	63,439	70,748	78,968	88,211	98,603	110,283	123,412	138,165	154,739	173,316
20	64,202	72,052	80,946	91,024	102,443	115,379	130,031	146,626	165,417	186,687	210,624
21	72,264	81,698	92,468	104,767	118,809	134,840	153,136	174,019	197,846	226,024	256,759
22	81,213	92,502	105,489	120,434	137,630	157,414	180,169	206,342	236,436	271,028	310,524
23	91,147	104,602	120,203	138,295	159,274	183,600	211,798	244,483	282,359	326,234	376,630
24	102,173	118,154	136,829	158,656	184,166	213,976	248,803	289,490	337,007	392,480	454,439
25	114,412	133,333	155,616	181,867	212,790	249,212	292,099	342,598	402,038	471,976	554,939
30	199,018	241,330	293,192	356,778	434,738	530,306	647,423	790,932	966,698	1181,865	1454,939
40	581,812	767,080	1013,667	1341,979	1779,048	2360,724	3134,412	4163,094	5529,711	7343,715	9849,939
50	1668,723	2399,975	3459,344	4994,301	7217,488	10435,449	15088,805	21812,273	31514,492	45496,094	65499,939

Число интервалов	Ставки процентов	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
1		1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2		2,210	2,220	2,230	2,240	2,250	2,260	2,270	2,280	2,290	2,300
3		3,674	3,708	3,743	3,778	3,813	3,848	3,883	3,918	3,954	3,990
4		5,446	5,524	5,604	5,684	5,766	5,848	5,931	6,016	6,101	6,187
5		7,589	7,740	7,893	8,048	8,207	8,368	8,533	8,700	8,870	9,043
6		10,183	10,442	10,708	10,980	11,259	11,544	11,837	12,136	12,442	12,756
7		13,321	13,740	14,171	14,615	15,073	15,546	16,032	16,534	17,051	17,583
8		17,119	17,762	18,430	19,123	19,812	20,588	21,361	22,163	22,995	23,858
9		21,714	22,670	23,669	24,712	25,802	26,940	28,129	29,369	30,664	32,015
10		27,274	28,657	30,113	31,643	33,253	34,945	36,723	38,592	40,556	42,619
11		34,001	35,962	38,039	40,238	42,566	45,030	47,639	50,398	53,318	56,405
12		42,141	44,873	47,787	50,895	54,208	57,738	61,501	65,510	69,780	74,326
13		51,991	55,745	59,778	64,109	68,760	73,750	79,106	84,853	91,016	97,624
14		63,909	69,009	74,528	80,496	86,949	93,925	101,465	109,611	118,411	127,912
15		78,330	85,191	92,669	100,815	109,687	119,346	129,860	141,302	153,750	167,285
16		95,779	104,933	114,983	126,010	138,109	151,375	165,922	181,157	199,337	218,470
17		116,892	129,019	142,428	157,252	173,636	191,733	211,721	233,790	258,145	285,011
18		142,439	158,403	176,187	195,993	218,045	242,583	269,885	300,250	334,006	371,514
19		173,351	194,251	217,710	244,031	273,556	306,654	343,754	385,321	431,868	483,968
20		210,755	237,986	268,783	303,598	342,945	387,384	437,568	494,210	558,110	630,157
21		256,013	291,343	331,603	377,461	429,681	489,104	556,710	633,589	720,962	820,204
22		310,775	356,438	408,871	469,052	538,101	617,270	708,022	811,993	931,040	1067,265
23		377,038	435,854	503,911	582,624	673,626	778,760	900,187	1040,351	1202,042	1388,443
24		457,215	532,741	620,810	723,453	843,032	982,237	1144,237	1332,649	1551,634	1805,975
25		554,230	650,944	764,596	898,082	1054,791	1238,617	1454,180	1706,790	2002,608	2348,765
30		1445,111	1767,044	2160,459	2640,881	3227,172	3941,953	4812,891	5873,172	7162,785	8729,805
40		9749,141	12936,141	17153,691	22728,367	30088,621	39791,957	52570,707	69376,562	91447,375	120389,375

Число интервалов	Ставки процентов	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%	39%	40%
1	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2	2,310	2,320	2,330	2,340	2,350	2,360	2,370	2,380	2,390	2,400	2,410
3	4,026	4,062	4,099	4,136	4,172	4,210	4,247	4,284	4,322	4,360	4,398
4	6,274	6,362	6,452	6,542	6,633	6,725	6,818	6,912	7,008	7,104	7,200
5	9,219	9,398	9,581	9,766	9,954	10,146	10,341	10,539	10,741	10,946	11,152
6	13,077	13,406	13,742	14,086	14,438	14,799	15,167	15,544	15,930	16,324	16,724
7	18,131	18,696	19,277	19,876	20,492	21,126	21,779	22,451	23,142	23,853	24,574
8	24,752	25,678	26,638	27,633	28,664	29,732	30,837	31,982	33,167	34,395	35,664
9	33,425	34,895	36,429	38,028	39,696	41,435	43,247	45,135	47,103	49,152	51,292
10	44,786	47,062	49,451	51,958	54,590	57,351	60,248	63,287	66,473	69,813	73,308
11	59,670	63,121	66,769	70,624	74,696	78,998	83,540	88,335	93,397	98,739	104,372
12	79,167	84,320	89,803	95,636	101,840	108,437	115,450	122,903	130,822	139,234	148,158
13	104,709	112,302	120,438	129,152	138,454	148,474	159,166	170,606	182,842	195,928	209,914
14	138,169	149,239	161,183	174,063	187,933	202,925	219,058	236,435	255,151	275,299	295,998
15	182,001	197,996	215,373	234,245	254,737	276,978	301,109	328,281	358,559	391,048	425,858
16	239,421	262,354	287,446	314,888	344,895	377,690	413,520	452,647	495,366	541,985	592,778
17	314,642	347,307	383,303	422,949	466,608	514,638	567,521	625,652	689,558	759,778	837,778
18	413,180	459,445	510,792	567,751	630,920	700,935	778,504	864,399	959,485	1064,689	1180,578
19	542,266	607,467	680,354	761,786	852,741	954,271	1067,551	1193,870	1334,683	1491,563	1666,208
20	711,368	802,856	905,870	1021,792	1152,209	1298,809	1463,544	1648,539	1856,208	2099,188	2379,282
21	932,891	1060,769	1205,807	1370,201	1556,470	1767,380	2006,055	2275,982	2588,765	2957,203	3384,008
22	1223,087	1401,215	1604,724	1837,068	2102,234	2404,636	2749,294	3141,852	3588,765	4097,203	4680,008
23	1603,243	1850,603	2135,282	2462,669	2839,014	3271,304	3767,532	4336,750	4989,379	5737,078	6594,008
24	2101,247	2443,795	2840,924	3300,974	3833,667	4449,969	5162,516	5985,711	6936,230	8032,906	9294,008
25	2753,631	3226,808	3779,428	4424,301	5176,445	6052,957	7073,645	8261,273	9642,352	11247,062	13100,008
30	10632,543	12940,672	15737,945	19124,434	23221,258	28172,016	34148,906	41357,227	50043,625	60500,207	73100,008

**4. Дисконтные множители аннуитета,
используемые для расчетов настоящей стоимости**

Число интервалов	Ставки процентов	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1		0,990	0,980	0,971	0,962	0,952	0,943	0,935	0,926	0,917	0,909
2		1,970	1,942	1,913	1,886	1,859	1,833	1,808	1,783	1,759	1,736
3		2,941	2,884	2,829	2,775	2,723	2,673	2,624	2,577	2,531	2,487
4		3,902	3,808	3,717	3,630	3,546	3,465	3,387	3,312	3,240	3,170
5		4,853	4,713	4,580	4,452	4,329	4,212	4,100	3,993	3,890	3,791
6		5,795	5,601	5,417	5,242	5,076	4,917	4,767	4,623	4,486	4,355
7		6,728	6,472	6,230	6,002	5,786	5,582	5,389	5,206	5,033	4,868
8		7,652	7,326	7,020	6,733	6,463	6,210	5,971	5,747	5,535	5,335
9		8,566	8,162	7,786	7,435	7,108	6,802	6,515	6,247	5,995	5,759
10		9,471	8,983	8,530	8,111	7,722	7,360	7,024	6,710	6,418	6,145
11		10,368	9,787	9,253	8,760	8,306	7,887	7,499	7,139	6,805	6,495
12		11,255	10,575	9,954	9,385	8,863	8,384	7,943	7,536	7,161	6,814
13		12,134	11,348	10,635	9,986	9,394	8,853	8,358	7,904	7,487	7,103
14		13,004	12,106	11,296	10,563	9,899	9,295	8,746	8,244	7,786	7,367
15		13,865	12,849	11,938	11,118	10,380	9,712	9,108	8,560	8,061	7,606
16		14,718	13,578	12,561	11,652	10,838	10,106	9,477	8,851	8,313	7,824
17		15,562	14,292	13,166	12,166	11,274	10,477	9,763	9,122	8,544	8,022
18		16,398	14,992	13,754	12,659	11,690	10,828	10,059	9,372	8,756	8,201
19		17,226	15,679	14,324	13,134	12,085	11,158	10,336	9,604	8,950	8,365
20		18,046	16,352	14,878	13,590	12,462	11,470	10,594	9,818	9,129	8,514
21		18,857	17,011	15,415	14,029	12,821	11,764	10,836	10,017	9,292	8,649
22		19,661	17,658	15,937	14,451	13,163	12,042	11,061	10,201	9,442	8,772
23		20,456	18,292	16,444	14,857	13,489	12,303	11,272	10,371	9,580	8,883
24		21,244	18,914	16,936	15,247	13,799	12,550	11,469	10,529	9,707	8,985
25		22,023	19,524	17,413	15,622	14,094	12,783	11,654	10,675	9,823	9,077
30		25,808	22,397	19,601	17,292	15,373	13,765	12,409	11,258	10,274	9,427
40		32,835	27,356	23,115	19,793	17,159	15,046	13,332	11,925	10,757	9,779
50		39,197	31,424	25,730	21,482	18,256	15,762	13,801	12,234	10,962	9,915

Число интервалов	Ставки процентов	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
1		0,901	0,893	0,885	0,877	0,870	0,862	0,855	0,847	0,840	0,833
2		1,713	1,690	1,668	1,647	1,626	1,605	1,585	1,566	1,547	1,528
3		2,444	2,402	2,361	2,322	2,283	2,246	2,210	2,174	2,140	2,106
4		3,102	3,037	2,974	2,914	2,855	2,798	2,743	2,690	2,639	2,589
5		3,696	3,605	3,517	3,433	3,352	3,274	3,199	3,127	3,058	2,991
6		4,231	4,111	3,998	3,889	3,784	3,685	3,589	3,498	3,410	3,326
7		4,712	4,564	4,423	4,288	4,160	4,039	3,922	3,812	3,706	3,605
8		5,146	4,968	4,799	4,639	4,387	4,344	4,207	4,078	3,954	3,837
9		5,537	5,328	5,132	4,946	4,772	4,607	4,451	4,303	4,163	4,031
10		5,889	5,650	5,426	5,216	5,019	4,833	4,659	4,494	4,339	4,192
11		6,207	5,938	5,687	5,453	5,234	5,029	4,836	4,656	4,487	4,327
12		6,492	6,194	5,918	5,660	5,421	5,197	4,988	4,793	4,611	4,439
13		6,750	6,424	6,122	5,842	5,583	5,342	5,118	4,910	4,715	4,533
14		6,982	6,628	6,303	6,002	5,724	5,468	5,229	5,008	4,802	4,611
15		7,191	6,811	6,462	6,142	5,847	5,575	5,324	5,092	4,876	4,675
16		7,379	6,974	6,604	6,265	5,954	5,669	5,405	5,162	4,938	4,730
17		7,549	7,120	6,729	6,373	6,047	5,749	5,475	5,222	4,990	4,775
18		7,702	7,250	6,840	6,467	6,128	5,818	5,534	5,273	5,033	4,812
19		7,839	7,366	6,938	6,550	6,198	5,877	5,585	5,316	5,070	4,843
20		7,963	7,469	7,025	6,623	6,259	5,929	5,628	5,353	5,101	4,870
21		8,075	7,562	7,102	6,687	6,312	5,973	5,665	5,384	5,127	4,891
22		8,176	7,645	7,170	6,743	6,359	6,011	5,696	5,410	5,149	4,909
23		8,266	7,718	7,230	6,792	6,399	6,044	5,723	5,432	5,167	4,925
24		8,348	7,784	7,283	6,835	6,434	6,073	5,747	5,451	5,182	4,937
25		8,442	7,843	7,330	6,873	6,464	6,097	5,766	5,467	5,195	4,948
30		8,694	8,055	7,496	7,003	6,566	6,177	5,829	5,517	5,235	4,979
40		8,951	8,244	7,634	7,105	6,642	6,233	5,871	5,548	5,258	4,997
50		9,042	8,305	7,675	7,133	6,661	6,246	5,880	5,554	5,262	4,999

Число интервалов	Ставки процентов	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
1		0,826	0,820	0,813	0,806	0,800	0,794	0,787	0,781	0,775	0,769
2		1,509	1,492	1,474	1,457	1,440	1,424	1,407	1,392	1,376	1,361
3		2,074	2,042	2,011	1,981	1,952	1,923	1,896	1,868	1,842	1,816
4		2,540	2,494	2,448	2,404	2,362	2,320	2,280	2,241	2,203	2,166
5		2,926	2,864	2,803	2,745	2,689	2,635	2,583	2,532	2,483	2,436
6		3,245	3,167	3,092	3,020	2,951	2,885	2,821	2,759	2,700	2,643
7		3,508	3,416	3,327	3,242	3,161	3,083	3,009	2,937	2,868	2,802
8		3,726	3,619	3,518	3,421	3,329	3,241	3,156	3,076	2,999	2,925
9		3,905	3,786	3,673	3,566	3,463	3,366	3,273	3,184	3,100	3,019
10		4,054	3,923	3,799	3,682	3,570	3,465	3,364	3,269	3,178	3,092
11		4,177	4,035	3,902	3,776	3,656	3,544	3,437	3,335	3,239	3,147
12		4,278	4,127	3,985	3,851	3,725	3,606	3,493	3,387	3,286	3,190
13		4,362	4,203	4,053	3,912	3,780	3,656	3,538	3,427	3,322	3,223
14		4,432	4,265	4,108	3,962	3,824	3,695	3,573	3,459	3,351	3,249
15		4,489	4,315	4,153	4,001	3,859	3,726	3,601	3,483	3,373	3,268
16		4,536	4,357	4,189	4,033	3,887	3,751	3,623	3,503	3,390	3,283
17		4,576	4,391	4,219	4,059	3,910	3,771	3,640	3,518	3,403	3,295
18		4,608	4,419	4,243	4,080	3,928	3,786	3,654	3,529	3,413	3,304
19		4,635	4,442	4,263	4,097	3,942	3,799	3,664	3,539	3,421	3,311
20		4,657	4,460	4,279	4,110	3,954	3,808	3,673	3,546	3,427	3,316
21		4,675	4,476	4,292	4,121	3,963	3,816	3,679	3,551	3,432	3,320
22		4,690	4,488	4,302	4,130	3,970	3,822	3,684	3,556	3,436	3,323
23		4,703	4,499	4,311	4,137	3,976	3,827	3,689	3,559	3,438	3,325
24		4,713	4,507	4,318	4,143	3,981	3,831	3,692	3,562	3,441	3,327
25		4,721	4,514	4,323	4,147	3,985	3,834	3,694	3,564	3,442	3,329
30		4,746	4,534	4,339	4,160	3,995	3,842	3,701	3,569	3,447	3,332
40		4,760	4,544	4,347	4,166	3,999	3,846	3,703	3,571	3,448	3,333
50		4,762	4,545	4,348	4,167	4,000	3,846	3,704	3,571	3,448	3,333

Окончание приложения 4

Число интервалов	Ставки процентов	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%	39%	40%
1		0,763	0,758	0,752	0,746	0,741	0,735	0,730	0,725	0,719	0,714
2		1,346	1,331	1,317	1,303	1,289	1,276	1,263	1,250	1,237	1,224
3		1,791	1,766	1,742	1,719	1,696	1,673	1,652	1,630	1,609	1,589
4		2,130	2,096	2,062	2,029	1,997	1,966	1,935	1,906	1,877	1,849
5		2,390	2,345	2,302	2,260	2,220	2,181	2,143	2,106	2,070	2,035
6		2,588	2,534	2,483	2,433	2,385	2,339	2,294	2,251	2,209	2,168
7		2,739	2,677	2,619	2,562	2,508	2,455	2,404	2,355	2,308	2,263
8		2,854	2,786	2,721	2,658	2,598	2,540	2,485	2,432	2,380	2,331
9		2,942	2,868	2,798	2,730	2,665	2,603	2,544	2,487	2,432	2,379
10		3,009	2,930	2,855	2,784	2,715	2,649	2,587	2,527	2,469	2,414
11		3,060	2,978	2,899	2,824	2,752	2,683	2,618	2,555	2,496	2,438
12		3,100	3,013	2,931	2,853	2,779	2,708	2,641	2,576	2,515	2,456
13		3,129	3,040	2,956	2,876	2,799	2,727	2,658	2,592	2,529	2,469
14		3,152	3,061	2,974	2,892	2,814	2,740	2,670	2,603	2,539	2,477
15		3,170	3,076	2,988	2,905	2,825	2,750	2,679	2,611	2,546	2,484
16		3,183	3,088	2,999	2,914	2,834	2,757	2,685	2,616	2,551	2,489
17		3,193	3,097	3,007	2,921	2,840	2,763	2,690	2,621	2,555	2,492
18		3,201	3,104	3,012	2,926	2,844	2,767	2,693	2,624	2,557	2,494
19		3,207	3,109	3,017	2,930	2,848	2,770	2,696	2,626	2,559	2,496
20		3,211	3,113	3,020	2,933	2,850	2,772	2,698	2,627	2,561	2,497
21		3,215	3,116	3,023	2,935	2,852	2,773	2,699	2,629	2,562	2,498
22		3,217	3,118	3,025	2,936	2,853	2,775	2,700	2,629	2,562	2,498
23		3,219	3,120	3,026	2,938	2,854	2,775	2,701	2,630	2,563	2,499
24		3,221	3,121	3,027	2,939	2,855	2,776	2,701	2,630	2,563	2,499
25		3,222	3,122	3,028	2,939	2,856	2,776	2,702	2,631	2,563	2,499
30		3,225	3,124	3,030	2,941	2,857	2,777	2,702	2,632	2,564	2,500
40		3,226	3,125	3,030	2,941	2,857	2,778	2,703	2,632	2,564	2,500
50		3,226	3,125	3,030	2,941	2,857	2,778	2,703	2,632	2,564	2,500

5. Значения функции нормального распределения вероятностей

t	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
-3,0	0,0013	0,0018	0,0018	0,0017	0,0017	0,0016	0,0015	0,0015	0,0014	0,0014
-2,9	0,0019	0,0025	0,0024	0,0023	0,0023	0,0022	0,0021	0,0021	0,0020	0,0019
-2,8	0,0026	0,0034	0,0033	0,0032	0,0031	0,0030	0,0029	0,0028	0,0027	0,0026
-2,7	0,0035	0,0044	0,0043	0,0042	0,0041	0,0040	0,0039	0,0038	0,0037	0,0036
-2,6	0,0047	0,0056	0,0055	0,0054	0,0053	0,0052	0,0051	0,0050	0,0049	0,0048
-2,5	0,0062	0,0080	0,0078	0,0075	0,0073	0,0071	0,0069	0,0068	0,0066	0,0064
-2,4	0,0082	0,0104	0,0102	0,0099	0,0096	0,0094	0,0091	0,0089	0,0087	0,0084
-2,3	0,0107	0,0136	0,0132	0,0129	0,0125	0,0122	0,0119	0,0116	0,0113	0,0110
-2,2	0,0139	0,0174	0,0170	0,0166	0,0162	0,0158	0,0154	0,0150	0,0146	0,0143
-2,1	0,0179	0,0222	0,0217	0,0212	0,0207	0,0202	0,0197	0,0192	0,0188	0,0183
-2,0	0,0228	0,0281	0,0275	0,0268	0,0262	0,0256	0,0250	0,0244	0,0239	0,0233
-1,9	0,0287	0,0359	0,0344	0,0336	0,0329	0,0322	0,0314	0,0307	0,0300	0,0294
-1,8	0,0359	0,0446	0,0427	0,0418	0,0409	0,0401	0,0392	0,0384	0,0375	0,0367
-1,7	0,0446	0,0537	0,0526	0,0516	0,0505	0,0495	0,0485	0,0475	0,0465	0,0455
-1,6	0,0548	0,0655	0,0643	0,0630	0,0618	0,0606	0,0594	0,0582	0,0571	0,0560
-1,5	0,0668	0,0793	0,0778	0,0764	0,0750	0,0735	0,0721	0,0708	0,0694	0,0681
-1,4	0,0808	0,0951	0,0934	0,0918	0,0901	0,0885	0,0869	0,0853	0,0838	0,0823
-1,3	0,0968	0,1131	0,1112	0,1093	0,1075	0,1056	0,1038	0,1020	0,1003	0,0985
-1,2	0,1157	0,1335	0,1314	0,1292	0,1271	0,1251	0,1230	0,1210	0,1190	0,1170
-1,1	0,1357	0,1562	0,1539	0,1515	0,1492	0,1469	0,1446	0,1423	0,1401	0,1379
-1,0	0,1587	0,1814	0,1788	0,1762	0,1736	0,1711	0,1685	0,1660	0,1635	0,1611
-0,9	0,1841	0,2090	0,2061	0,2033	0,2005	0,1977	0,1949	0,1921	0,1894	0,1867
-0,8	0,2119	0,2389	0,2358	0,2327	0,2296	0,2266	0,2236	0,2206	0,2177	0,2143
-0,7	0,2420	0,2709	0,2676	0,2643	0,2611	0,2578	0,2546	0,2514	0,2483	0,2451
-0,6	0,2743	0,3050	0,3015	0,2981	0,2946	0,2912	0,2877	0,2843	0,2810	0,2776
-0,5	0,3085	0,3400	0,3372	0,3336	0,3300	0,3264	0,3228	0,3192	0,3156	0,3121
-0,4	0,3446	0,3783	0,3745	0,3707	0,3669	0,3632	0,3594	0,3557	0,3520	0,3483
-3	0,3821	0,4168	0,4129	0,4090	0,4052	0,4013	0,3974	0,3936	0,3897	0,3850
-2	0,4207	0,4562	0,4522	0,4483	0,4443	0,4404	0,4364	0,4325	0,4286	0,4247
-0,1	0,4602	0,4960	0,4920	0,4880	0,4840	0,4801	0,4761	0,4721	0,4681	0,4641
-0,0	0,5000									

Окончание приложения 5

<i>t</i>	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
0,0	0,5000	0,5040	0,5080	0,5120	0,5160	0,5199	0,5239	0,5279	0,5319	0,5359
0,1	0,5398	0,5438	0,5478	0,5517	0,5557	0,5596	0,5636	0,5675	0,5714	0,5753
0,2	0,5793	0,5832	0,5871	0,5910	0,5948	0,5987	0,6026	0,6064	0,6103	0,6141
0,3	0,6179	0,6217	0,6255	0,6293	0,6331	0,6368	0,6406	0,6443	0,6480	0,6517
0,4	0,6554	0,6592	0,6628	0,6664	0,6700	0,6736	0,6772	0,6808	0,6844	0,6880
0,5	0,6915	0,6950	0,6985	0,7019	0,7054	0,7088	0,7123	0,7157	0,7190	0,7224
0,6	0,7257	0,7291	0,7324	0,7357	0,7389	0,7422	0,7454	0,7486	0,7517	0,7549
0,7	0,7580	0,7611	0,7642	0,7673	0,7704	0,7734	0,7764	0,7794	0,7823	0,7852
0,8	0,7881	0,7910	0,7939	0,7967	0,7995	0,8023	0,8051	0,8078	0,8106	0,8133
0,9	0,8159	0,8186	0,8212	0,8238	0,8264	0,8289	0,8315	0,8340	0,8365	0,8389
1,0	0,8413	0,8438	0,8461	0,8485	0,8508	0,8531	0,8554	0,8577	0,8599	0,8621
1,1	0,8643	0,8665	0,8686	0,8708	0,8729	0,8749	0,8770	0,8790	0,8810	0,8830
1,2	0,8849	0,8870	0,8888	0,8907	0,8925	0,8944	0,8962	0,8980	0,8997	0,9015
1,3	0,9032	0,9049	0,9066	0,9082	0,9099	0,9115	0,9131	0,9147	0,9162	0,9177
1,4	0,9192	0,9207	0,9222	0,9236	0,9251	0,9265	0,9279	0,9292	0,9306	0,9319
1,5	0,9332	0,9345	0,9357	0,9370	0,9382	0,9394	0,9406	0,9418	0,9429	0,9441
1,6	0,9452	0,9463	0,9474	0,9484	0,9495	0,9505	0,9515	0,9525	0,9535	0,9545
1,7	0,9554	0,9564	0,9573	0,9582	0,9591	0,9599	0,9606	0,9616	0,9625	0,9633
1,8	0,9641	0,9649	0,9656	0,9664	0,9671	0,9678	0,9686	0,9693	0,9700	0,9706
1,9	0,9713	0,9719	0,9726	0,9732	0,9738	0,9744	0,9750	0,9756	0,9761	0,9767
2,0	0,9772	0,9778	0,9783	0,9788	0,9793	0,9798	0,9803	0,9808	0,9812	0,9817
2,1	0,9821	0,9826	0,9830	0,9834	0,9838	0,9842	0,9846	0,9850	0,9854	0,9857
2,2	0,9861	0,9864	0,9868	0,9871	0,9875	0,9878	0,9881	0,9884	0,9887	0,9890
2,3	0,9893	0,9896	0,9898	0,9901	0,9904	0,9906	0,9909	0,9911	0,9913	0,9916
2,4	0,9918	0,9920	0,9922	0,9925	0,9927	0,9929	0,9931	0,9932	0,9934	0,9936
2,5	0,9938	0,9940	0,9941	0,9943	0,9945	0,9946	0,9948	0,9949	0,9951	0,9952
2,6	0,9953	0,9955	0,9956	0,9957	0,9959	0,9960	0,9961	0,9962	0,9963	0,9964
2,7	0,9965	0,9966	0,9967	0,9968	0,9969	0,9970	0,9971	0,9972	0,9974	0,9974
2,8	0,9974	0,9975	0,9976	0,9977	0,9977	0,9978	0,9979	0,9979	0,9980	0,9981
2,9	0,9981	0,9982	0,9982	0,9983	0,9984	0,9984	0,9985	0,9985	0,9986	0,9987
3,0	0,9987									

ОСНОВНЫЕ АЛГОРИТМЫ КЭШ-МЕНЕДЖМЕНТА

1. АЛГОРИТМЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Название показателя	Формула расчета	Страница
А. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ВО ВРЕМЕНИ		
1. Сумма процента за обусловленный период времени, рассчитанная по простым процентам	$I = P \times n \times i$	с. 194
2. Будущая стоимость денежных средств, наращенная по простым процентам	$S = P + I$ $S = P \times (1 + ni)$	с. 194
3. Сумма дисконта за обусловленный период времени, рассчитанная по простым процентам	$D = S - S \times \frac{1}{(1 + ni)}$	с. 195
4. Настоящая стоимость денежных средств, рассчитанная по простым процентам	$P = S - D$ $P = S \times \frac{1}{1 + ni}$	с. 195
5. Будущая стоимость денежных средств, наращенная по сложным процентам	$S_c = P \times (1 + i)^n$	с. 197
6. Сумма процента за обусловленный период времени, рассчитанная по сложным процентам	$I_c = S_c - P$	с. 197

Продолжение таблицы

Название показателя	Формула расчета	Страница
7. Настоящая стоимость денежных средств, рассчитанная по сложным процентам	$P_c = \frac{S}{(1+i)^n}$	с. 198
8. Сумма дисконта за обусловленный период времени, рассчитанная по сложным процентам	$D_c = S - P_c$	с. 198
9. Средняя процентная ставка, используемая в расчетах стоимости денежных средств по сложным процентам	$i = \left(\frac{S_c}{P_c} \right)^{1/n} - 1$	с. 200
10. Длительность общего периода платежей, выраженная количеством его интервалов, в расчетах стоимости денежных средств по сложным процентам	$n = \frac{\log(S_c/P_c)}{\log(1+i)}$	с. 200
11. Эффективная среднегодовая процентная ставка при наращении стоимости денежных средств по сложным процентам	$i_s = \left(1 + \frac{i}{n} \right)^n - 1$	с. 200
12. Будущая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей (пренумерандо)	$SA_{pre} = R \times \frac{(1+i)^n - 1}{i} \times (1+i)$	с. 203
13. Будущая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо)	$SA_{post} = R \times \frac{(1+i)^n - 1}{i}$	с. 204

Название показателя	Формула расчета	Страница
14. Настоящая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей (пренумерандо)	$PA_{pre} = R \times \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \times (1+i)$	с. 205
15. Настоящая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо)	$PA_{post} = R \times \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$	с. 205
16. Размер отдельного платежа по аннуитету при предопределенной будущей его стоимости	$R = SA_{post} \times \frac{i}{(1+i)^n - 1}$	с. 206
17. Размер отдельного платежа по аннуитету при известной настоящей его стоимости	$R = PA_{post} \times \frac{i(1+i)^n}{1 - (1+i)^{-n}}$	с. 207
Б. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ В УСЛОВИЯХ ИНФЛЯЦИИ		
18. Прогнозируемый годовой темп инфляции	$ТИ_r \approx (1 + ТИ_m)^{12} - 1$	с. 212
19. Прогнозируемый годовой индекс инфляции	$ИИ_r = 1 + ТИ_r;$ $ИИ_r = (1 + ТИ_m)^{12}$	с. 213
20. Реальная процентная ставка с учетом фактора инфляции	$I_p = \frac{I - ТИ}{1 + ТИ}$	с. 213
21. Номинальная будущая стоимость вклада с учетом фактора инфляции	$S_n = P \times [(1 + I_p) \times (1 + ТИ)]^n$	с. 214

Окончание таблицы

Название показателя	Формула расчета	Страница
22. Реальная настоящая стоимость денежных средств, учитывающая фактор инфляции	$P_p = \frac{S_n}{[(1+I_p) \times (1+ТИ)]^n}$	с. 215
23. Сумма инфляционной премии в определенном периоде	$П_n = P \times ТИ$	с. 216
24. Общая номинальная сумма необходимого дохода по финансовой операции с учетом фактора инфляции	$Д_n = Д_p + П_n$	с. 217
25. Необходимый номинальный уровень доходности финансовых операций с учетом инфляции	$УД_n = \frac{Д_n}{Д_p} - 1$	с. 218

2. АЛГОРИТМЫ УПРАВЛЕНИЯ СОВОКУПНЫМИ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Название показателя	Формула расчета	Страница
1. Коэффициент ликвидности денежного потока предприятия	$КЛ_{дп} = \frac{ПДП}{ОДП}$	с. 160
2. Коэффициент абсолютной платежеспособности предприятия ("кислотный тест")	$КАП = \frac{ДА + КФВ}{ОБ_k}$	с. 160
3. Количество оборотов денежных активов и их эквивалентов	$КО_{да} = \frac{ОР}{ДА + КФВ}$	с. 162
4. Период оборота денежных активов и их эквивалента	$ПО_{да} = \frac{\overline{ДА} + \overline{КФВ}}{ОР_0};$ $ПО_{да} = \frac{Д}{КО_{да}}$	с. 163
5. Коэффициент эффективности денежного потока предприятия	$КЭ_{дп} = \frac{ЧДП}{ОДП}$	с. 164
6. Коэффициент достаточности чистого денежного потока предприятия	$КД_{чп} = \frac{ЧДП}{ОД + \Delta Z_{tm} + D_y}$	с. 165
7. Коэффициент реинвестирования чистого денежного потока	$КР_{чп} = \frac{ЧДП - D_y}{\Delta РИ + \Delta ФИ_d}$	с. 165
8. Продолжительность цикла денежного оборота предприятия в днях	$ПЦ_{до} =$ $= ППЦ + ПО_{дз} - ПО_{кз}$	с. 166
9. Дисперсия денежного потока	$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 \times P_i,$	с. 228

Название показателя	Формула расчета	Страница
10. Среднеквадратическое (стандартное) отклонение денежного потока	$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 \times P_i},$	с. 229
11. Коэффициент вариации денежного потока	$CV = \frac{\sigma}{R},$	с. 229
12. Коэффициент корреляции положительного и отрицательного денежных потоков во времени	$\begin{aligned} \text{КК}_{\text{дп}} = & \\ = \sum_{i=1}^n P_{\text{п,о}} & \left(\frac{\text{ПДП}_i - \overline{\text{ПДП}}}{\sigma_{\text{ПДП}}} \right) \times \\ & \times \left(\frac{\text{ОДП}_i - \overline{\text{ОДП}}}{\sigma_{\text{ОДП}}} \right) \end{aligned}$	с. 230

3. АЛГОРИТМЫ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Название показателя	Формула расчета	Страница
1. Продолжительность операционного цикла предприятия в днях	$П_{\text{оц}} = П_{\text{да}} + П_{\text{пз}} + П_{\text{мп}} + П_{\text{гп}} + П_{\text{дз}}$	с. 275
2. Количество оборотов оборотных активов предприятия	$КО_{\text{оа}} = \frac{ОР}{ОА}$	с. 163
3. Стоимостной объем реализации продукции, обеспечивающий достижение точки безубыточности	$СР_{\text{тб}} = \frac{И_{\text{пост}} \times 100}{У_{\text{чд}} - У_{\text{и пер}}};$ $СР_{\text{тб}} = \frac{И_{\text{пост}} \times 100}{У_{\text{мп}}}$	с. 280
4. Натуральный объем реализации продукции, обеспечивающий достижение точки безубыточности	$НР_{\text{тб}} = \frac{СР_{\text{тб}}}{Ц_{\text{еп}}};$ $НР_{\text{тб}} = \frac{И_{\text{пост}} \times 100}{(У_{\text{чд}} - У_{\text{и пер}}) \times Ц_{\text{еп}}};$ $НР_{\text{тб}} = \frac{И_{\text{пост}} \times 100}{У_{\text{мп}} \times Ц_{\text{еп}}}$	с. 281
5. Стоимостной объем реализации продукции, обеспечивающий формирование плановой суммы валовой операционной прибыли	$СР_{\text{тпп}} = \frac{(ВОП_{\text{п}} + И_{\text{пост}}) \times 100}{У_{\text{чд}} - У_{\text{и пер}}};$ $СР_{\text{тпп}} = \frac{(ВОП_{\text{п}} + И_{\text{пост}}) \times 100}{У_{\text{мп}}}$	с. 284
6. Натуральный объем реализации продукции, обеспечивающий формирование плановой суммы валовой операционной прибыли	$НР_{\text{тпп}} = \frac{(ВОП_{\text{п}} + И_{\text{пост}}) \times 100}{(У_{\text{чд}} - У_{\text{и пер}}) \times Ц_{\text{еп}}};$ $НР_{\text{тпп}} = \frac{(ВОП_{\text{п}} + И_{\text{пост}}) \times 100}{У_{\text{мп}} \times Ц_{\text{еп}}}$	с. 284

Продолжение таблицы

Название показателя	Формула расчета	Страница
7. Стоимостной объем реализации продукции, обеспечивающий предел безопасности (запас прочности)	$ПБ_C = CР_{\text{воп}} - CР_{\text{тв}}$	с. 286
8. Натуральный объем реализации продукции, обеспечивающий предел безопасности (запас прочности)	$ПБ_H = \frac{CР_{\text{воп}} - CР_{\text{тв}}}{Ц_{\text{еп}}}$	с. 286
9. Коэффициент безопасности операционной деятельности	$КБ = \frac{ПБ_C}{CР_{\text{воп}}} \times 100$	с. 287
10. Стоимостной объем реализации продукции, обеспечивающий формирование плановой (целевой) суммы чистой прибыли	$CР_{\text{тчп}} = \frac{(ЧОП_{\text{п}} + И_{\text{пост}} + НП)}{У_{\text{чд}} - У_{\text{и пер}}} \times 100;$ $CР_{\text{тчп}} = \frac{(ЧОП_{\text{п}} + И_{\text{пост}} + НП)}{У_{\text{мп}}} \times 100$	с. 290
11. Натуральный объем реализации продукции, обеспечивающий формирование плановой (целевой) суммы чистой прибыли	$НР_{\text{тчп}} = \frac{(ЧОП_{\text{п}} + И_{\text{пост}} + НП)}{(У_{\text{чд}} - У_{\text{и пер}}) \times Ц_{\text{еп}}} \times 100;$ $НР_{\text{тчп}} = \frac{(ЧОП_{\text{п}} + И_{\text{пост}} + НП)}{У_{\text{мп}} \times Ц_{\text{еп}}} \times 100$	с. 290

Название показателя	Формула расчета	Страница
12. Планируемая сумма операционного остатка денежных активов предприятия	$\overline{ДА}_o = \frac{ПО_{од}}{КО_{да}}$ $\overline{ДА}_o = \overline{ДА}_ф + \frac{ПО_{од} - ФО_{од}}{КО_{да}}$	с. 628 с. 629
13. Планируемая сумма страхового остатка денежных активов предприятия	$ДА_c = ДА \times KB_{плс}$	с. 630
14. Модель Баумоля	$ДА_{макс} =$ $= \sqrt{\frac{2 \times P_o \times ПО_{до}}{П_d}}$	с. 633
15. Модель Миллера-Орра	$ДКО_{м/м} =$ $= \sqrt[3]{\frac{3 \times P_o \times G_{до}^2}{П_d}}$	с. 635
16. Уровень чистого операционного дохода	$У_{чод} = \frac{ЧОД}{ОР} \times 100$	с. 293
17. Коэффициент чистого операционного дохода	$К_{чод} = \frac{ЧОД}{ВОД} \times 100$	с. 293
18. Уровень валового (или чистого) операционного дохода к стоимости используемых операционных активов	$У_{ола} =$ $= \frac{ВОД \text{ (или ЧОД)}}{ОПА} \times 100$	с. 294
19. Уровень цены, устанавливаемый на производимую продукцию в ориентире на текущие затраты	$УЦ_{гз} =$ $= \frac{(И_o + ВП_o) \times 100}{100 - C_{ндс}}$	с. 303

Продолжение таблицы

Название показателя	Формула расчета	Страница
20. Уровень цены, устанавливаемый на производимую продукцию в ориентире на покупателя	$УЦ_{\text{пок}} = Ц_{\text{п}}$	с. 302
21. Уровень цены, устанавливаемый на производимую продукцию в ориентире на прибыль	$УЦ_{\text{пр}} = \frac{(ЦОП + И_0) \times 100}{100 - С_{\text{ндс}}}$	с. 303
22. Плановая сумма валового операционного дохода предприятия, рассчитываемая на основе производственной программы	$ВОД_{\text{п}} = 3ГП_{\text{н}} + ПГП + 3ГП_{\text{к}}$	с. 312
23. Плановая сумма чистого операционного дохода предприятия, рассчитываемая на основе производственной программы	$ЧОД_{\text{п}} = \frac{ВОД(100 - НДС)}{100}$	с. 312
24. Плановая сумма чистого операционного дохода предприятия, рассчитываемая на основе целевой суммы прибыли	$ЧОД_{\text{ц}} = \frac{ЧОП_{\text{ц}} \times 100}{100 - НП} + И_0$	с. 313
25. Плановая сумма валового операционного дохода предприятия, рассчитываемая на основе целевой суммы прибыли	$ВОД_{\text{ц}} = \frac{ЧОД_{\text{ц}} \times 100}{100 - НДС}$	с. 313
26. Общий коэффициент издержкостности операционной деятельности	$КИ_{\text{од}} = \frac{И_0}{ОР} \times 100$	с. 315

Название показателя	Формула расчета	Страница
27. Общий коэффициент издержкоотдачи операционной деятельности	$КИО_{\text{ол}} = \frac{ОР}{И_0}$	с. 316
28. Эффект операционного левириджа	$\Xi_{\text{ол}} = \frac{\Delta ВОП}{\Delta ОР}$	с. 326
29. Коэффициент операционного левириджа	$K_{\text{ол}} = \frac{И_{\text{пост}}}{И_0}$	с. 325
30. Нормативная ставка распределения прямых операционных затрат	$НСР = \frac{\sum НЗ}{\sum БР}$	с. 343
31. Фактическая себестоимость единицы произведенной (реализованной) продукции в отчетном периоде	$\begin{aligned} \text{ССП} = \\ = НЗ \pm \sum ОФЗ \pm \sum ИН \end{aligned}$	с. 348
32. Сумма относительной экономии операционных затрат	$\begin{aligned} \Xi_{\text{оз}} = \\ = \frac{ОР_{\phi}(КИ_{\text{п}} - КИ_{\phi})}{100} \end{aligned}$	с. 352
33. Сумма относительно перерасхода операционных затрат	$\begin{aligned} \Pi_{\text{оз}} = \\ = \frac{ОР_{\phi}(КИ_{\phi} - КИ_{\text{п}})}{100} \end{aligned}$	с. 352
34. Средневзвешенная ставка налогообложения соответственно операционных доходов, операционных затрат и операционной прибыли в плановом периоде	$\begin{aligned} \text{ССН} = \\ = \frac{Н_1 + Н_2 + \dots + Н_n}{ИН_{\text{п}}} \times 100 \end{aligned}$	с. 370

4. АЛГОРИТМЫ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Название показателя	Формула расчета	Страница
1. Сумма чистых инвестиций предприятия	$ЧИ = ВИ - АО$	с. 378
2. Общий период ликвидности конкретного объекта (инструмента) инвестирования в днях	$ОП_л = ПК_в - ПК_а$	с. 221
3. Коэффициент ликвидности инвестиций	$КЛ_и = \frac{ПК_а}{ПК_в}$	с. 223
4. Необходимый уровень премии за ликвидность	$ПЛ = \frac{ОП_л \times Д_и}{360}$	с. 224
5. Необходимый общий уровень доходности инвестиций с учетом фактора ликвидности	$ДЛ_и = Д_и + ПЛ$	с. 224
6. Будущая стоимость денежных средств с учетом фактора ликвидности инвестиций	$S_л = P [(1 + Д_и) \times (1 + П_л)]^n$	с. 225
7. Настоящая стоимость денежных средств с учетом фактора ликвидности инвестиций	$P_л = S_л : [(1 + Д_и) \times (1 + П_л)]^n$	с. 226
8. Индекс доходности по инвестиционному проекту при многократном осуществлении инвестиционных затрат	$ИД_м = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{ЧДП_t}{(1+i)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{ИЗ_t}{(1+i)^t}}$	с. 405

Название показателя	Формула расчета	Страница
9. Индекс рентабельности по инвестиционному проекту	$ИР_{И} = \frac{ЧП_{И}}{ИЗ}$	с. 407
10. Недисконтированный период окупаемости единовременных затрат по инвестиционному проекту	$ПО_{Н} = \frac{ИЗ}{ЧДП_{Г}}$	с. 408
11. Дисконтированный период окупаемости единовременных затрат по инвестиционному проекту	$ПО_{Д} = \frac{ИЗ_{в}}{\sum_{t=1}^n \frac{ЧДП_t}{(1+i)^t}}$	с. 408
12. Модель определения внутренней ставки доходности по инвестиционному проекту	$\sum_{t=1}^n \frac{ЧДП_t}{(1+i)^t} = 0$	с. 410
13. Коэффициент дивидендных выплат	$К_{Д} = \frac{Д \times 100}{ЧП}$	с. 550
14. Уровень выплаты дивидендов по акциям	$УД_{А} = \frac{ДВ \times 100}{Ц_{А}}$	с. 548
15. Коэффициент соотношения цены и доходности по акции	$К_{Ц/Д} = \frac{Ц_{А}}{Д}$	с. 550
16. Принципиальная модель оценки эффективности отдельного финансового инструмента инвестирования	$С_{фи} = \sum_{t=1}^n \frac{ВДП}{(1+НП)^n}$	с. 457
17. Базисная модель оценки стоимости облигации	$СО_6 = \sum_{t=1}^n \left(\frac{П_0}{(1+НП)^n} \right) + \frac{Н_0}{(1+НП)^t}$	с. 459

Продолжение таблицы

Название показателя	Формула расчета	Страница
18. Модель оценки стоимости облигации с выплатой всей суммы процентов при ее погашении	$CO_n = \frac{H_o + П_k}{(1 + НП)^n}$	с. 460
19. Модель оценки стоимости облигации, реализуемой с дисконтом без выплаты процентов	$CO_d = \frac{H_o}{(1 + НП)^n}$	с. 461
20. Модель оценки текущей доходности облигации, реализуемой с дисконтом без выплаты процентов	$K_{\text{тдо}} = \frac{H_o \times СП}{CO}$	с. 462
21. Модель оценки стоимости привилегированной акции	$CA_{\Pi} = \frac{Д_{\Pi}}{НП}$	с. 463
22. Модель оценки стоимости акции при ее использовании в течение неопределенного продолжительного периода	$CA_n = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Д_a}{(1 + НП)^n}$	с. 464
23. Модель оценки стоимости акции, используемой в течение заранее определенного срока	$CA_o = \sum_{i=1}^n \left(\frac{Д_a}{(1 + НП)^n} \right) + \frac{КС}{(1 + НП)^n}$	с. 465
24. Модель оценки стоимости акции со стабильным уровнем дивидендов	$CA_n = \frac{Д_a}{НП}$	с. 466

Название показателя	Формула расчета	Страница
25. Модель оценки стоимости акции с постоянно возрастающим уровнем дивидендов ("Модель Гордона")	$CA_v = \frac{D_n \times (1 + T_d)}{HP - T_d}$	с. 466
26. Модель оценки стоимости акций с колеблющимся уровнем дивидендов по отдельным периодам	$CA_n = \frac{D_1}{1 + HP} + \frac{D_2}{1 + HP} + \dots + \frac{D_n}{1 + HP}$	с. 467
27. Модель оценки степени влияния уровня доходности отдельного финансового инструмента инвестирования на ожидаемый уровень доходности портфеля	$ВДФ = УДФ - УДП$	с. 489
28. Уровень доходности портфеля финансовых инвестиций	$УДП = \sum_{i=1}^n УД_i \times У_i$	с. 493

5. АЛГОРИТМЫ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ В ПРОЦЕССЕ ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Название показателя	Формула расчета	Страница
1. Стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций	$\text{ССК}_{\text{ПР}} = \frac{\text{Д}_{\text{ПР}} \times 100}{\text{К}_{\text{ПР}} \times (1 - \text{ЭЗ})}$	с. 532
2. Стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций	$\text{ССК}_{\text{ПА}} = \frac{\text{К}_A \times \text{Д}_{\text{ПА}} \times \text{ПВ}_T \times 100}{\text{К}_{\text{ПА}} \times (1 - \text{ЭЗ})}$	с. 533
3. Стоимость банковского кредита, привлекаемого к формированию активов	$\text{СБК} = \frac{\text{ПК}_6 \times (1 - \text{С}_{\text{НП}})}{1 - 3\text{П}_6}$	с. 553
4. Грант-элемент	$\text{ГЭ} = 100 - \sum_{i=1}^n \frac{\text{ПР} + \text{ОД}}{\text{БК} (1+i)^n} \times 100$	с. 570
5. Стоимость капитала, привлекаемого к формированию активов на условиях финансового лизинга	$\text{СФЛ} = \frac{(\text{ЛС} - \text{НА}) \times (1 - \text{С}_{\text{НП}})}{1 - 3\text{П}_{\text{ФЛ}}}$	с. 554
6. Сумма денежного потока по финансовому лизингу актива, приведенная к настоящей стоимости	$\text{ДПЛ}_N = \text{АП}_L + \sum_{i=1}^n \frac{\text{ЛС} \times (1 - \text{С}_{\text{НП}})}{(1+i)^i}$	с. 586
7. Эффект финансового левериджа	$\text{ЭФЛ} = (1 - \text{С}_{\text{НП}}) \times (\text{КВР}_A - \text{ПК}) \times \frac{3\text{К}}{\text{СЛ}}$	с. 521

Название показателя	Формула расчета	Страница
8. Дифференциал финансового левериджа	$Д_{ФЛ} = КВР_A - ПК$	с. 521
9. Коэффициент финансового левериджа (коэффициент финансирования)	$К_{ФЛ} = \frac{ЗК}{СК}$	с. 521

СЛОВАРЬ КЭШ-МЕНЕДЖЕРА

I. ТЕРМИНОЛОГИЧЕСКИЙ СЛОВАРЬ

АГРЕССИВНАЯ ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА [*aggressive dividend policy*] — один из возможных типов осуществляемой акционерной компанией *дивидендной политики**, который предусматривает постоянный рост выплаты дивидендов (как правило, в твердо установленном проценте их прироста к размеру предшествующего периода) вне зависимости от результатов финансовой деятельности.

АГРЕССИВНАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА [*aggressive investment policy*] — один из типов политики инвестирования, осуществляемой предприятием, который направлен на максимизацию текущего дохода от вложений в ближайшем периоде. При осуществлении этой политики оценке и учету уровня инвестиционного риска и возможностям роста рыночной стоимости предприятия в перспективе отводится вспомогательная роль. Формой реализации такой политики является формирование *агрессивного инвестиционного портфеля*.

АГРЕССИВНАЯ ПОЛИТИКА ФИНАНСИРОВАНИЯ [*aggressive financial policy*] — один из типов политики финансирования активов, осуществляемой предприятием, который предусматривает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала должны финансироваться только *внеоборотные активы*, в то время как *оборотные активы* должны финансироваться за счет использования краткосрочного заемного капитала (по принципу: текущие активы должны

* **Примечание:** выделенные курсивом термины рассматриваются в данном словаре более подробно.

формироваться преимущественно за счет текущих финансовых обязательств).

АГРЕССИВНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ [*aggressive portfolio*] — сформированная совокупность ценных бумаг и других финансовых инструментов, реализующая агрессивную инвестиционную политику предприятия. Формирование агрессивного инвестиционного портфеля осуществляется по критерию максимизации дохода от вложений в ближайшем периоде. Как правило, агрессивный инвестиционный портфель характеризуется высоким уровнем портфельного риска и не гарантирует сохранность инвестированного капитала.

АККУМУЛИРОВАННЫЙ ДИВИДЕНД [*accumulated dividend*] — начисленные, но не выплаченные акционерам в предусмотренный уставом акционерного общества срок дивиденды по результатам деятельности в отчетном периоде. До момента дивидендных выплат аккумулированный дивиденд представляет собой одну из форм внутренних финансовых обязательств акционерного общества.

АКТИВНЫЙ ПОДХОД К УПРАВЛЕНИЮ ПОРТФЕЛЕМ [*active portfolio management*] — теория оперативного управления портфелем ценных бумаг, основанная на принципе "опережения рынка". Этот принцип означает, что реструктуризация портфеля должна основываться на прогнозах рыночной конъюнктуры, а не отражать текущую его динамику.

АКТИВЫ [*assets*] — контролируемые предприятием экономические ресурсы, сформированные за счет инвестированного в них капитала, характеризующиеся детерминированной стоимостью, производительностью и способностью генерировать доход, поточный оборот которых в процессе использования связан с факторами времени, риска и ликвидности.

АКТИВЫ ВНЕОБОРОТНЫЕ (ДОЛГОСРОЧНЫЕ) [*noncurrent assets*] — совокупность имущественных ценностей предприятия, многократно участвующих в процессе его хозяйственной деятельности и пере-

носящих на продукцию использованную стоимость частями. В практике учета к ним относят имущественные ценности (активы) всех видов со сроком использования более одного года и стоимостью выше минимума, установленного законодательством.

АКТИВЫ ЛИКВИДНЫЕ [liquid assets; quick assets] — группа активов предприятия, которая быстро может быть конверсирована в денежную форму без ощутимых потерь своей текущей (балансовой) стоимости с целью своевременного обеспечения платежей по текущим финансовым обязательствам. В группу ликвидных активов предприятия входят: краткосрочные финансовые вложения; дебиторская задолженность (кроме безнадежной); запасы готовой продукции, предназначенной для реализации.

АКТИВЫ МАТЕРИАЛЬНЫЕ [tangible assets] — группа активов предприятия, имеющая вещественную (материальную) форму. В группу материальных активов предприятия входят: основные средства; незавершенные капитальные вложения; оборудование, предназначенное к монтажу; производственные запасы сырья и материалов; запасы малоценных и быстроизнашивающихся предметов; объем незавершенного производства; запасы готовой продукции, предназначенной к реализации.

АКТИВЫ НЕМАТЕРИАЛЬНЫЕ [intangible assets] — группа активов предприятия, не имеющая вещественной формы, включающая объекты интеллектуальной (в том числе промышленной) его собственности. К этой группе активов предприятия относят: гудвилл; приобретенные предприятием права пользования отдельными природными ресурсами, программными продуктами, товарными знаками, патентами, ноу-хау и другими аналогичными видами имущественных ценностей, определенными соответствующим законодательством и отражаемыми в балансе предприятия.

АКТИВЫ ОБОРОТНЫЕ (ТЕКУЩИЕ) [current assets; CA] — совокупность имущественных ценностей предприятия, обслуживающих текущий хозяйственный процесс и полностью потребляемых в течение од-

ного *операционного (производственно-коммерческого) цикла*. В практике учета к ним относят имущественные ценности (активы) всех видов со сроком использования менее одного года и предельной стоимостью, установленной законодательством.

АКТИВЫ ФИНАНСОВЫЕ [financial assets; monetary assets] — группа активов предприятия, находящаяся в форме наличных денежных средств и различных финансовых инструментов, принадлежащих предприятию. К этой группе активов относят: *денежные активы* в национальной и иностранной валюте; *дебиторскую задолженность*; *краткосрочные и долгосрочные финансовые вложения* предприятия.

АКТИВЫ ЧИСТЫЕ [net assets value; NAV] — совокупность имущественных ценностей (активов) предприятия, сформированных за счет собственного капитала.

АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ИЗДЕРЖКИ [opportunity cost] — потенциальный инвестиционный доход, упущенный инвестором в результате отказа от вложения капитала в альтернативный объект (инструмент) инвестирования.

АЛЬФА ИЛИ АЛЬФА-КОЭФФИЦИЕНТ [alpha] — показатель, характеризующий разность между ожидаемой доходностью ценной бумаги и расчетной доходностью, определенной исходя из *“линии надежности рынка”* с учетом премии за риск.

АМОРТИЗАЦИОННАЯ ПОЛИТИКА [depreciation policy] — составная часть общей политики управления внеоборотными активами, заключающаяся в управлении амортизационными отчислениями от используемых основных средств и нематериальных активов с целью их реинвестирования в производственную деятельность. Основу амортизационной политики предприятия составляет применение различных методов амортизации активов.

АМОРТИЗАЦИЯ [depreciation; amortization] — экономический механизм постепенного переноса износа основным средств и нематериальных активов на реализуемый готовый продукт, в результате чего их пер-

воначальная стоимость распределяется во времени в течение полного срока их службы и формируется специальной денежный фонд, обеспечивающий их воспроизводство (*реновацию*).

АМОРТИЗАЦИЯ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ [*amortization*] — постепенное списание стоимости нематериальных активов в процессе их производственного использования. Амортизация этих активов осуществляется на основе использования прямолинейного (линейного) метода, т.е. равными частями исходя из их первоначальной стоимости с учетом индексации. Нормы списания нематериальных активов предприятие устанавливает самостоятельно в пределах срока их полного полезного использования (но не более 10 лет непрерывной эксплуатации). Амортизационные отчисления производятся до достижения остаточной стоимостью нематериального актива нулевого значения.

АМОРТИЗАЦИЯ ОСНОВНЫХ СРЕДСТВ [*depreciation; Depⁿ*] — постепенное списание стоимости основных средств в процессе их производственного использования, связанное с из физическим и моральным износом. В стоимость основных средств, подлежащих амортизации, включаются затраты на их приобретение, изготовление и улучшение (ремонт, реконструкцию, модернизацию и т.п.). По различным группам основных средств установлены разные нормы амортизации в процентах к их балансовой стоимости на начало отчетного периода. По активной части основных средств (машинам, механизмам и оборудованию производственного назначения) наряду с прямолинейным (линейным) может применяться метод ускоренной амортизации.

АНАЛИЗ КОЭФФИЦИЕНТОВ [*ratio analysis; R-analysis*] — одна из наиболее распространенных систем анализа денежных потоков, методами которого являются расчеты соотношения отдельных финансовых показателей, характеризующих различные аспекты хозяйственной деятельности предприятия.

АНАЛИЗ ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ ПРОЕКТА [*project sensitivity analysis*] — метод оценки влияния отдельных

исходных параметров реального инвестиционного проекта на конечные показатели его эффективности.

АНДЕРРАЙТЕР, ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ДИЛЕР [*underwriter; UW*] — оператор первичного фондового рынка, организующий подписку (первичную реализацию) на эмитируемые предприятием ценные бумаги (акции, облигации).

АНДЕРРАЙТИНГ [*underwriting*] — гарантированное размещение ценных бумаг на первичном фондовом рынке. Оно заключается в покупке андеррайтером (группой андеррайтеров) новых эмиссий ценных бумаг с целью последующей их продажи мелкими партиями.

АННУИТЕТ [*annuity; Anny*] — равномерные платежи или поступления денежных средств через одинаковые интервалы времени при использовании одинаковой ставки процента. Примером аннуитета могут быть равномерная уплата суммы процента по облигациям или сберегательным сертификатам, равномерная уплата взносов за арендуемое имущество или страховых взносов и т.п.

БАЛАНСОВЫЙ ПЛАН [*balance plan*] — один из основных видов текущего финансового плана предприятия, отражающий прогноз состава его активов и структуры используемых финансовых средств. Целью разработки балансового плана является определение возможности прироста отдельных активов, а также формирование оптимальной *структуры капитала*, обеспечивающей высокую *финансовую устойчивость* предприятия в предстоящем периоде.

БАНКОВСКИЙ КРЕДИТ [*bank loan; bank advance*] — средства, предоставляемые банком займы клиенту для целевого использования на установленный срок под определенный процент. В настоящее время он является основной формой предоставляемого предприятию финансового кредита. Основными видами банковского кредита в современных условиях являются: *бланковый или необеспеченный кредит* [*blank credit*]; *контокоррентный кредит или "овердрафт"* [*overdraft*]; *открытие кредитной линии* [*credit line*]; *ломбардный кредит* [*lombard loan; collateral loan*];

ипотечный кредит [mortgage]; ролловерный кредит [roll-over credit]; консорциумный (консорциальный) кредит [consortium credit] и другие.

БЕЗРИСКОВАЯ НОРМА ДОХОДНОСТИ [risk-free rate of return] — норма доходности по хозяйственным (инвестиционным) операциям, по которым отсутствует реальный риск потери капитала или дохода. Этот показатель используется обычно как основа расчета реальной нормы доходности по хозяйственной операции с учетом премии за риск.

БЕЗРИСКОВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ОПЕРАЦИИ [riskless investment transactions] — инвестиционные операции, по которым отсутствует реальный риск потери капитала или дохода и гарантировано получение расчетной реальной суммы прибыли.

БЕТА ИЛИ БЕТА-КОЭФФИЦИЕНТ [beta; beta-coefficient; β -coefficient] — показатель, характеризующий изменение курса конкретного фондового инструмента (ценной бумаги) по отношению к динамике сводного индекса всего фондового рынка. Этот коэффициент используется в основном для измерения уровня риска вложений в отдельные ценные бумаги в сравнении с уровнем *систематического (рыночного) риска*. Чем больше значение бета-коэффициента по рассматриваемой ценной бумаге, тем выше уровень неустойчивости доходов по ней.

БИЗНЕС-ПЛАН [business plan] — основной документ разрабатываемый и предоставляемый инвестору (кредитору) по реальному инвестиционному проекту, в котором в краткой форме в общепринятой последовательности разделов излагаются главные характеристики проекта и финансовые показатели, связанные с его реализацией. Бизнес-план разрабатывается, как правило, при создании нового предприятия, его структурного подразделения, а также при кардинальном изменении стратегии действующего предприятия. Целью его разработки и представления является мобилизация инвестиционных ресурсов или получение кредита, поэтому он должен убедить инвестора в эффективности намечаемых инвестиций (кредитов).

БУДУЩАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕГ [future value; FV] — сумма инвестированных в настоящий момент денежных средств, в которую они превратятся через определенный период времени с учетом определенной ставки процента. Определение будущей стоимости денег связано с процессом *наращения стоимости*, осуществляемом по специальным алгоритмам.

БЮДЖЕТ [budget] — оперативный финансовый план, разрабатываемый обычно в рамках до одного года, отражающий расходы и поступления средств по отдельным хозяйственным операциям или инвестиционным проектам. Разработка бюджетов характеризуется термином “бюджетирование” [budgeting] и направлена на решение двух основных задач: а) определение объема и состава расходов; б) обеспечение покрытия этих расходов финансовыми ресурсами из различных источников. В практике менеджмента активов используются два основных вида бюджетов — *капитальный и текущий*.

ВАЛОВОЙ ДОХОД [gross income] — общий доход предприятия от всех видов хозяйственной деятельности и хозяйственных операций до уплаты из него налоговых платежей, входящих в цену продукции (налога на добавленную стоимость, акцизного сбора, таможенных сборов и пошлин). Основу валового дохода производственных предприятий составляет валовой доход от реализации продукции.

ВАЛОВЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК [gross cash flow] — вся совокупность поступления или расходования денежных средств предприятия в рассматриваемом периоде в разрезе отдельных временных интервалов.

ВАЛОВЫЕ ИНВЕСТИЦИИ [gross investment] — общий объем инвестиционных ресурсов во всех их формах, направленных предприятием в определенном периоде на осуществление *реального и финансового инвестирования*.

ВАРИАТИВНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК [variative cash flow] — денежный поток предприятия, который в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода времени характеризуется изменяющимися объемами.

ВЕРОЯТНОСТЬ РИСКА [probability of risk] — измеритель частоты возможного наступления неблагоприятного события, вызывающего финансовые потери предприятия.

ВЕРТИКАЛЬНЫЙ (СТРУКТУРНЫЙ) АНАЛИЗ [common size analysis] — одна из систем анализа, базирующаяся на структурном разложении отдельных показателей финансовой отчетности предприятия. В процессе осуществления этого анализа рассчитываются удельные веса отдельных структурных составляющих агрегированных в отчетности финансовых показателей, характеризующих хозяйственную деятельность.

ВНУТРЕННЯЯ КРЕДИТОРСКАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ (СЧЕТА НАЧИСЛЕНИЙ [accruals; accrued expenses]) — одна из форм краткосрочной кредиторской задолженности предприятия, представленная переходящей задолженностью по заработной плате; отчислением в бюджет и внебюджетные фонды, отчислением на страхование и т.п. Начисления по этим платежам производятся предприятием ежедневно (по мере осуществления текущих хозяйственных операций) на погашение этих обязательств — в определенные (установленные) сроки в диапазоне до одного месяца). Они являются для предприятия бесплатным источником использования заемных средств.

ВНУТРЕННЯЯ СТОИМОСТЬ АКЦИИ [intrinsic value of stock] — реальная внутренняя стоимость акции, отличающаяся от ее рыночной стоимости, полученная в ходе проведения фундаментального анализа.

ВОЗВРАТНЫЙ ЛИЗИНГ (АРЕНДА) [lease-back] — хозяйственная операция предприятия, предусматривающая продажу основных средств финансовому учреждению (банку, страховой компании и т.п.) с одновременным обратным получением этих основных средств предприятием в *оперативный* или *финансовый лизинг*. В результате этой операции предприятие получает финансовые средства, которые оно может использовать на другие цели.

ВРАЖДЕБНОЕ ПОГЛОЩЕНИЕ [hostile takeover] — приобретение контрольного пакета акций компании ее

конкурентами без предварительного согласования с советом ее директоров (акционеров).

ВРЕМЕННАЯ СТРУКТУРА ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК [*term structure of interest rate*] — оценка динамики процентных ставок во времени, прогнозируемая с учетом ожидаемых темпов инфляции и объемов предложения и спроса на деньги.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ [*secondary security market*] — фондовый рынок, на котором осуществляется покупка—продажа ранее выпущенных ценных бумаг (после первичного их размещения).

ВЫКУПНОЙ ФОНД (ФОНД ПОГАШЕНИЯ) [*sinking fund*] — заблаговременно формируемые путем регулярных отчислений финансовые средства, предназначенные для выкупа (погашения) в предусмотренный срок ранее эмитированных предприятием ценных бумаг (облигаций, векселей).

ВЫПЛАТА ДИВИДЕНДОВ АКЦИЯМИ [*stock dividend*] — инвестиционная операция, посредством которой акции новой эмиссии распределяются между акционерами компании пропорционально числу акций, уже находящихся в их владении. На размер таких дивидендных выплат капитализированная прибыль направляется на увеличение уставного капитала.

ВЫСОКОРИСКОВЫЕ ИНВЕСТИЦИИ [*high-risk investments*] — спекулятивное вложение капитала в объекты (инструменты) инвестирования, прогнозируемая доходность по которым имеет высокий размах вариации (уровень риска по которым существенно превышает среднерыночный уровень).

“ВЫРАВНИВАНИЕ” [*matching*] — термин, характеризующий процесс приведения условий конкретного кредитного договора в соответствие со средними условиями покупки—продажи кредитных инструментов на финансовом рынке.

ГОРИЗОНТАЛЬНЫЙ (ТРЕНДОВЫЙ) ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ [*horizon investment analysis*] — одна из систем инвестиционного анализа, базирующаяся на изучении динамики отдельных анализируемых пока-

зателей во времени. В процессе осуществления этого анализа рассчитываются темпы роста (прироста) отдельных показателей финансовой отчетности за ряд периодов и определяются общие тенденции их изменения (или тренд) [trend].

ГРАДУИРОВАННАЯ АРЕНДА (ЛИЗИНГ) [graduated lease] — договор аренды (лизинга), условия которого предусматривают периодическое увеличение размера арендных (лизинговых) платежей.

ГРАНТ-ЭЛЕМЕНТ [grant-element] — специальный показатель, позволяющий сравнить стоимость привлечения заемных средств (финансового кредита) на условиях отдельных коммерческих банков со средними условиями на финансовом рынке.

ГУДВИЛЛ [goodwill; GW] — один из видов нематериальных активов, стоимость которого определяется как разница между рыночной (продажной) стоимостью предприятия как *целостного имущественного комплекса* и его балансовой стоимостью (суммой *чистых активов*). Это превышение стоимости предприятия связано с возможностью получения более высокого уровня прибыли (в сравнении со среднерыночным уровнем эффективности инвестирования) за счет (использования более эффективной системы управления, доминирующей позиции на товарном рынке, применения новых технологий и т.п.

ДЕЗИНВЕСТИЦИИ [disinvestment] — изъятие части ранее инвестированного капитала путем продажи активов или недостаточность инвестирования основных средств предприятия, характеризующаяся отрицательной величиной показателя *чистых инвестиций*. Дезинвестиции ведут к снижению объема выпускаемой продукции вследствие "проедания основного капитала".

ДЕНЕЖНЫЕ АКТИВЫ [monetary assets, cash] — совокупная сумма денежных средств предприятия находящихся в его распоряжении на определенную дату и представляющих собой его активы в форме готовых средств платежа (т.е. в форме абсолютной ликвидности).

ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ПРЕДПРИЯТИЯ [cash flow of company; CF] — совокупность распределенных по отдельным интервалам рассматриваемого периода времени поступлений и выплат денежных средств, генерируемых его хозяйственной деятельностью, движение которых связано с факторами времени, риска и ликвидности.

ДЕПОЗИТНЫЙ РИСК [deposit risk] — риск возможного невозвращения полностью или частично депозитных вкладов в связи с банкротством банка или другого финансового учреждения. Он связан с неправильной оценкой и неудачным выбором банка (или другого финансового учреждения) для осуществления депозитных операций предприятия.

ДЕФИЦИТНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК [deficit cash flow] — характер денежного потока предприятия, при котором поступление денежных средств существенно ниже его реальных потребностей в целенаправленном их расходовании.

ДИВИДЕНДЫ [dividends] — периодические выплаты текущего дохода владельцам акций, осуществляемые за счет прибыли акционерной компании.

ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА [dividend policy] — часть общей финансовой стратегии акционерного общества, заключающаяся в оптимизации пропорций между потребляемой и капитализируемой частями полученной им прибыли с целью обеспечения роста рыночной стоимости акций.

ДИСКОНТИРОВАНИЕ СТОИМОСТИ [discounting] — процесс приведения будущей стоимости денег (финансового инструмента инвестирования) к настоящей их стоимости. Процесс дисконтирования стоимости осуществляется как по простым, так и по сложным процентам.

ДИСПЕРСИЯ [variance] — степень колеблемости изучаемого показателя по отношению к его средней величине, рассчитываемая как квадрат среднеквадратического (стандартного) отклонения. В инвестиционном анализе используется обычно для изучения колеб-

лемости прогнозируемого инвестиционного дохода в процессе оценки уровня инвестиционного риска.

ДРОБЛЕНИЕ АКЦИЙ, "СПЛИТ" [split; stock split] — прием, используемый акционерными компаниями, содержание которого заключается в эмиссии дополнительного количества обычных акций без увеличения суммы акционерного капитала. В результате этого приема происходит увеличение числа акций у акционеров при пропорциональном уменьшении их рыночной стоимости. Этот прием эффективен по акциям с высокой рыночной стоимостью — его применение позволяет активизировать оборот и повысить ликвидность акций за счет привлечения к их покупке акционеров с низким уровнем доходов.

ДЮПОНОВСКАЯ СИСТЕМА АНАЛИЗА [Du Pont system of analysis] — система углубленного интегрального анализа деятельности предприятия, основой которого является "модель Дюпона". Эта система анализа предусматривает разложение показателя "коэффициент рентабельности активов" на ряд частных финансовых коэффициентов его формирования, взаимосвязанных в единой системе.

ДЮРАЦИЯ [duration] — средневзвешенный срок полного погашения финансового инструмента инвестирования, платежи по которому осуществляются в разрезе отдельных интервалов общего периода его обращения.

ЖИЗНЕННЫЙ ЦИКЛ ПРЕДПРИЯТИЯ [company life-cycle] — общий период времени от начала деятельности предприятия до естественного прекращения его существования или возрождения на новой основе (с новым составом владельцев и менеджеров, с принципиально новой продукцией, технологией и т.п.). В теории жизненного цикла предприятия выделяют обычно шесть основных стадий: "Рождение", "Детство", "Юность", "Ранняя зрелость", "Окончательная зрелость", "Старение".

ЗАЕМНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СРЕДСТВА [debt sources of investments] — привлекаемые для инвестиционной деятельности предприятия на возвратной осно-

ве денежные средства и другое имущество. Заемный капитал классифицируется по видам, срокам использования и другим признакам. Все формы заемного капитала, используемого предприятием, представляют собой его финансовые обязательства, подлежащие погашению в предусмотренные сроки.

ЗАЛОГ [collateral; lien] — форма обеспечения финансовых обязательств, основанная на праве одного лица сохранять в своей собственности имущество, принадлежащее другому лицу, пока его финансовые претензии к владельцу этого имущества не будут удовлетворены. Предметом залога могут быть как имущество, так и имущественные права.

ЗОНЫ РИСКОВ [zones of investment risks] — группировка инвестиционных рисков по уровню возможных финансовых потерь. В инвестиционном менеджменте активов выделяют обычно четыре таких зоны рисков: 1) безрисковая зона; 2) зона допустимого риска (с возможными потерями в размере расчетной суммы прибыли; 3) зона критического риска (с возможными потерями суммы понесенных текущих затрат); 4) зона катастрофического риска (с возможными потерями всего или значительной части собственного капитала).

ИДЕНТИФИКАЦИЯ РИСКОВ [risks identification] — процесс установления перечня основных видов рисков, присущих деятельности конкретного предприятия. Идентификация рисков является необходимой предпосылкой оценки их уровня.

ИЗБЫТОЧНАЯ ДОХОДНОСТЬ АКТИВА [excess return of active] — разность между ожидаемой доходностью рассматриваемого инвестиционного актива и доходностью безрискового актива, характеризующая размер требуемой *“премии за риск”*.

ИЗБЫТОЧНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК [superfluous cash flow] — характер денежного потока предприятия, при котором поступление денежных средств существенно превышает реальную потребность предприятия в целенаправленном их расходовании.

ИЗДЕРЖКИ БАНКРОТСТВА [bankruptcy costs] — потенциальная возможность потери заемного капитала в процессе банкротства и ликвидации предприятия, связанные с высокой долей использования заемных финансовых средств.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРОГРАММА [investment program] — совокупность реализуемых реальных инвестиций предприятия, сформированная из инвестиционных проектов, сгруппированных по отраслевому, региональному или иному признаку в целях удобства управления. Инвестиционная программа представляет собой целостный объект управления.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ [investment portfolio; portfolio] — целенаправленно сформированная совокупность объектов реального и финансового инвестирования, предназначенная для реализации инвестиционной политики предприятия в предстоящем периоде (в более узком, но наиболее часто употребляемом значении — совокупность фондовых инструментов, сформированных инвестором).

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЕКТ [investment project] — объект реального инвестирования, намечаемый к реализации в форме приобретения целостного имущественного комплекса, нового строительства, реконструкции, модернизации, капитального ремонта и т.п. Инвестиционный проект требует обычно разработки *бизнес-плана*.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЦЕСС [investment process] — совокупность всех действий, осуществляемых инвестором при осуществлении инвестирования по отдельным его стадиям. При осуществлении реальных инвестиций инвестиционный процесс состоит из трех стадий — прединвестиционной, инвестиционной и постинвестиционной (эксплуатационной).

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ РИСК [investment risk] — вероятность возникновения непредвиденных финансовых потерь в процессе инвестиционной деятельности предприятия. Так как отдельные из видов инвестиционных рисков связаны с возможной потерей ка-

питала инвестора, они относятся к группе наиболее опасных (часто катастрофических) рисков.

ИНВЕТОР [investor] — субъект предпринимательской деятельности, который принимает решение о вложении собственного, заемного или привлеченного капитала в объекты инвестирования. В соответствии с действующим законодательством все инвесторы независимо от форм собственности и организационно-правовых форм хозяйствования имеют равные права в осуществлении *инвестиционной деятельности*; самостоятельно определяют цели, направления, виды и объемы *инвестиций*; привлекают для их реализации на договорной основе любых участников инвестиционной деятельности (образуя с ними инвестиционный пул). В зависимости от целей инвестирования выделяют *стратегических и портфельных инвесторов*, а в зависимости от направленности хозяйственной деятельности выделяют институциональных и индивидуальных инвесторов.

ИНДИВИДУАЛЬНЫЙ ИНВЕТОР [individual investor] — конкретное юридическое или физическое лицо, осуществляющее инвестиции для развития своей основной хозяйственной (операционной) деятельности.

ИНДИВИДУАЛЬНЫЙ РИСК [individual risk] — риск, присущий конкретному объекту или финансовому инструменту инвестирования.

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЙ ИНВЕТОР [institutional investor] — юридическое лицо (финансовый посредник), аккумулирующий средства индивидуальных инвесторов и осуществляющий инвестиционную деятельность, специализированную, как правило, на операциях с ценными бумагами.

ИНФЛЯЦИОННАЯ ПРЕМИЯ [inflation premium] — дополнительный доход, выплачиваемый (или предусмотренный к выплате) инвестору с целью возмещения его потерь от обесценения денег в связи с инфляцией. Уровень этого дохода обычно приравнивается к темпу инфляции.

ИНФЛЯЦИОННЫЙ РИСК [inflation risk] — один из видов рисков, заключающийся в возможности обесценения денежных активов, а также доходов и прибыли предприятия в связи с инфляционными процессами в экономике страны.

КАПИТАЛ [capital] — накопленный путем сбережений запас экономических благ в форме денежных средств и реальных капитальных товаров, вовлекаемый его собственниками в экономический процесс как инвестиционный ресурс и фактор производства с целью получения дохода.

КАПИТАЛИЗАЦИЯ [capitalization] — перевод вновь сформированных доходов (или определенной их части) в капитал. В финансовом менеджменте наиболее распространенными операциями капитализации доходов являются: капитализация чистой прибыли (направление определенной ее части на производственное развитие); капитализация чистого денежного потока от инвестиций (его *реинвестирование*); капитализация суммы депозитного процента (его направление на прирост депозитного вклада); капитализация дивидендов (путем осуществления дивидендных выплат в форме новых акций) и другие.

КАПИТАЛОЕМКОСТЬ [capital capacity; capital requirement] — удельный расход капитала на осуществление какой-либо деятельности, проведение каких-либо типичных финансовых операций и т.п.

КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ [capital investments] — одна из основных форм *реальных инвестиций* в воспроизводство *основных средств* предприятия. Капитальные вложения в основные средства осуществляются в форме нового строительства, реконструкции, модернизации и капитального ремонта.

КАПИТАЛЬНЫЙ АКТИВ [capital asset] — определенный вид имущественной ценности предприятия, использование которой генерирует текущий доход или обеспечивает прирост капитала.

КАПИТАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ [capital budget] — форма представления результатов текущего или оператив-

ного финансового плана капитальных вложений (финансового обеспечения реализации инвестиционного проекта), разрабатываемого на этапе осуществления нового строительства, реконструкции и модернизации основных средств, приобретения новых видов оборудования и нематериальных активов и т.п. Он состоит из двух разделов: 1) капитальные затраты (затраты на приобретение *внеоборотных активов*); 2) источники поступления средств (инвестиционных ресурсов).

КАТАСТРОФИЧЕСКИЙ РИСК [catastrophic investment risk] — риск, связанный с вероятностью потери всего или значительной части собственного капитала и вызывающий реальную угрозу банкротства предприятия. В наибольшей степени такой уровень риска возникает при осуществлении сомнительных инвестиционных операций.

КАЧЕСТВО ДОХОДОВ [quality of earnings] — обобщенная характеристика основного источника роста доходов предприятия. Высокое качество доходов характеризуется ростом выпуска продукции и снижением ее себестоимости (издержек), а низкое качество доходов — ростом цен на продукцию без увеличения объема ее выпуска и реализации в натуральном выражении.

КОВАРИАЦИЯ [covariation] — статистическая характеристика, иллюстрирующая меру сходства (или различий) двух рассматриваемых величин в динамике, амплитуде и направлении изменений. В финансовом менеджменте расчет ковариации осуществляется в процессе оценки уровня портфельного риска и подбора в него активов, которые сводят несистематический риск инвестиционного портфеля к минимуму (за счет включения в него активов с разной амплитудой колебаний). Оценка ковариации осуществляется на основе коэффициента корреляции.

КОМПЕНСАЦИОННЫЙ ЛИЗИНГ [compensating lease] — лизинговая сделка, предусматривающая возможность осуществления лизинговых платежей предприятия —

лизингополучателя в форме поставок продукции (товаров и услуг), производимой при использовании лизингуемых активов.

КОМПЕНСАЦИОННЫЙ ОСТАТОК ДЕНЕЖНЫХ АКТИВОВ

[compensating balance of monetary assets] — неснижаемый резерв денежных активов, хранящихся на расчетном счете клиента в банке, как одно из условий выдачи ему бланкового (необеспеченного) кредита или предоставления широкого спектра банковских услуг.

КОНДОМИНИУМ [condominium] — совместное владение и пользование недвижимым имуществом (например, землей, инженерными сооружениями и т.п.).**КОНСЕРВАТИВНАЯ ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА [trade-off dividend policy]**

— один из возможных определяющих принципов осуществляемой акционерной компанией *дивидендной политики*, в соответствии с которым приоритетной целью распределения прибыли является удовлетворение потребности в ней для производственного развития (а не для текущего потребления в форме дивидендных выплат). В этом случае более высокими темпами растет стоимость *чистых активов* акционерного общества, а следовательно и рыночная стоимость акций.

КОНСЕРВАТИВНАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА

[trade-off investment policy] — один из типов политики инвестирования, осуществляемой предприятием, который направлен на минимизацию инвестиционного риска как приоритетной цели. При осуществлении этой политики инвестор не стремится ни к максимизации размера текущего дохода от инвестиций, ни к максимизации прироста капитала (а соответственно, максимизации темпов роста рыночной стоимости капитала), а заботится лишь о безопасности своих вложений. Формой реализации такой политики является формирование *консервативного инвестиционного портфеля*.

КОНСЕРВАТИВНАЯ ПОЛИТИКА ФИНАНСИРОВАНИЯ

[trade-off financial policy] — один из типов политики финансирования активов, осуществляемых

предприятием, который предусматривает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала должны полностью финансироваться внеоборотные активы, постоянная часть оборотных активов (неснижаемый их размер) и определенная доля переменной части оборотных активов (той их суммы, которая связана с сезонным возрастанием объема деятельности предприятия). Такая модель финансирования активов обеспечивает высокий уровень финансовой устойчивости предприятия в процессе его развития, однако вызывает чрезмерно высокую долю используемого собственного капитала (что снижает эффективность его использования).

КОНСЕРВАТИВНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ

[trade-off investment portfolio] — сформированная совокупность ценных бумаг и других финансовых инструментов портфеля, реализующая консервативную инвестиционную политику предприятия. Формирование консервативного инвестиционного портфеля осуществляется по критерию минимизации уровня инвестиционных рисков. Такой портфель практически исключает использование финансовых инструментов, уровень риска по которым превышает среднерыночный. При этом минимизация портфельного риска может быть частично обеспечена и за счет эффекта *ковариации*. Консервативный инвестиционный портфель обеспечивает высокий уровень надежности (безопасности) инвестиций.

КОНЦЕНТРАЦИЯ РИСКОВ [risks concentration] — высокий уровень сосредоточения хозяйственной деятельности предприятия на небольшом числе операций, создающее угрозу критического и катастрофического рисков. Основным средством преодоления негативных последствий концентрации рисков является их *диверсификация*.

КОРПОРАТИВНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ [corporation securities] — ценные бумаги, эмитируемые предприятиями (акции, облигации, векселя и т.п.).

КОЭФФИЦИЕНТ ВАРИАЦИИ [coefficient of variation; CV] — статистический оценочный показатель, ха-

рактизирующий соотношение *среднеквадратического отклонения* и средней величины значения рассматриваемого показателя. Он выражает степень колеблемости изучаемого показателя. В инвестиционном менеджменте коэффициент вариации используется в основном в процессе оценки уровня отдельных рисков.

КОЭФФИЦИЕНТ КОРРЕЛЯЦИИ [correlation coefficient] — статистический показатель, измеряющий ковариацию (степени согласованности изменений двух случайных величин). Значение коэффициента корреляции варьирует в диапазоне от -1 до $+1$.

КОЭФФИЦИЕНТ СООТНОШЕНИЯ РЫНОЧНОЙ ЦЕНЫ АКЦИИ И ДОХОДА ПО НЕЙ [price-earnings ratio; P/E-ratio; P/E] — один из важнейших показателей оценки инвестиционных качеств акции, характеризующий период окупаемости вложенных в нее средств инвестора.

КОЭФФИЦИЕНТ ЭЛАСТИЧНОСТИ [elasticity coefficient] — измеритель зависимости изменения одного показателя от изменения другого влияющего на него факторного показателя на один процент.

КОЭФФИЦИЕНТ ШАРПА [Sharpe ratio] — показатель, измеряющий уровень избыточной доходности (*“премии за риск”*) портфеля ценных бумаг на единицу его риска, характеризуемую среднеквадратическим (стандартным) отклонением этой избыточной доходности.

КОЭФФИЦИЕНТЫ ОЦЕНКИ ЛИКВИДНОСТИ (ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ) [liquidity (solvency) ratios] — система показателей, характеризующих способность предприятия своевременно расплачиваться по своим финансовым обязательствам в зависимости от состояния *ликвидности* его активов. Проведение такой оценки требует предварительной группировки активов предприятия по уровню ликвидности, а его финансовых обязательств — по срочности погашения. Для оценки ликвидности активов используются следующие основные показатели: коэффициент абсолютной ликвидности (*“кислотный тест”*); коэффи-

циент промежуточной ликвидности; коэффициент текущей ликвидности.

КОЭФФИЦИЕНТЫ ОЦЕНКИ ОБОРАЧИВАЕМОСТИ АКТИВОВ [*assets turnover ratios*] — система показателей производственно-коммерческой активности предприятия, характеризующая, насколько быстро сформированные активы оборачиваются в процессе его хозяйственной деятельности. Для оценки оборачиваемости активов используются следующие основные показатели: а) количество оборотов активов в рассматриваемом периоде; б) период оборота активов в днях.

КРАТКОСРОЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ВЛОЖЕНИЯ [*short-term financial investment*] — инвестиции предприятия в различные финансовые инструменты на период до одного года. Основными формами краткосрочных финансовых вложений являются: приобретение краткосрочных облигаций, краткосрочных сберегательных сертификатов, векселей, помещение средств на депозитный вклад (до одного года) и т.п. Краткосрочные финансовые вложения представляют собой форму временного использования свободных денежных активов предприятия с целью защиты их от инфляции и получения дохода.

КРАТКОСРОЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА [*short-term liabilities*] — все виды используемых предприятием заемных финансовых средств со сроком погашения основной суммы долга до одного года (краткосрочные банковские кредиты; краткосрочные ссуды небанковских учреждений; эмитированные краткосрочные облигации предприятия; эмитированные вексели; полученные товарные кредиты; различные формы внутренней кредиторской задолженности и т.п.).

КРЕДИТ [*credit; Cr.; loan*] — предоставление заемщику средств в денежной или иной формах на установленный срок под определенный процент. Различают финансовый кредит, предоставляемый банками; финансовый кредит, предоставляемый небанковскими учреждениями; товарный (коммерческий) кредит, предоставляемый хозяйственными партнерами, и т.п.

КРЕДИТНАЯ ЛИНИЯ [credit line] — предоставленная заемщику возможность получать кредит в пределах определенной (лимитируемой) суммы на протяжении оговоренного периода.

КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА [credit policy] — разрабатываемый предприятием механизм управления дебиторской задолженностью. Производственно-коммерческие предприятия формируют кредитную политику при предоставлении покупателям товарного (коммерческого) или потребительского кредита.

КРЕДИТНЫЙ ПРОЦЕНТ [credit interest] — сумма, уплачиваемая заемщиком кредитору за пользование заемными средствами в соответствии с установленной ставкой процента. Ставка процента за кредит характеризуется тремя основными параметрами — ее формой, видом и размером.

КРЕДИТНЫЙ РИСК [credit risk] — вероятность возникновения непредвиденных финансовых потерь, связанных с невозвратом долга по предоставленному кредиту. Для банков кредитный риск возникает при предоставлении финансового кредита, а для производственно-коммерческих предприятий — при предоставлении товарного (коммерческого) или потребительского кредита. Управление кредитным риском является одной из важнейших функций кредитного менеджмента.

ЛЕВЕРИДЖ [leverage] — финансовый механизм управления формированием прибыли, основанный на обеспечении необходимого соотношения отдельных видов капитала или отдельных видов затрат. Различают *финансовый леверидж* (механизм воздействия на уровень рентабельности собственного капитала за счет изменения соотношения собственных и заемных финансовых средств, используемых предприятием); *операционный леверидж* (механизм воздействия на сумму и уровень прибыли за счет изменения соотношения постоянных и переменных издержек); *леверидж активов* (механизм воздействия на структуру финансирования активов).

“ЛИКВИДНАЯ ПОДУШКА” [“liquid cushion”] — термин, характеризующий резервирование высоколиквидных

активов (легко конверсируемых в денежные активы) с целью предстоящего погашения неотложных финансовых обязательств предприятия. В качестве "ликвидной подушки" в первую очередь выступают *краткосрочные финансовые вложения* предприятия, а также краткосрочные формы его *дебиторской задолженности*.

ЛИКВИДНОСТЬ [liquidity] — термин, характеризующий способность отдельных видов имущественных ценностей быть быстро конверсируемыми в денежную форму без потери своей текущей стоимости в условиях сложившейся конъюнктуры рынка. В инвестиционном менеджменте этот термин наиболее часто используется при характеристике отдельных активов, находящихся на балансе предприятия, или отдельных объектов инвестиций.

ЛИКВИДНОСТЬ АКТИВОВ [assets liquidity] — характеристика отдельных видов активов предприятия по их способности к быстрой конверсии в денежную форму без потери своей балансовой стоимости с целью обеспечения необходимого уровня платежеспособности предприятия.

ЛИКВИДНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ [investment liquidity] — характеристика отдельных объектов инвестирования (как реальных, так и финансовых) по их способности быть реализованными в течение короткого периода времени без потери своей реальной стоимости при изменении ранее принятых инвестиционных решений.

ЛИМИТИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РИСКОВ [investment risks limitation] — одна из форм профилактики инвестиционных рисков по тем их видам, которые выходят за пределы уровня допустимого риска. По таким инвестиционным операциям риск лимитируется путем установления соответствующих внутренних инвестиционных нормативов.

"ЛИНИЯ НАДЕЖНОСТИ РЫНКА" [security market line; SML] — графический метод определения зависимости между уровнем систематического риска по конкретной ценной бумаге и уровнем необхо-

димой доходности по ней. Отдельные точки на "линии надежности рынка" показывают необходимый уровень дохода по ценной бумаге (с учетом премии за риск) в зависимости от уровня систематического риска по ней, измеряемого бета-коэффициентом.

МАРЖИНАЛЬНАЯ ПРИБЫЛЬ [*marginal profit; contribution*] — один из важнейших показателей, используемых в системе анализа "взаимосвязь издержек, объема реализации и прибыли". Маржинальная прибыль представляет собой разность между суммой чистого дохода от реализации продукции и суммой переменных издержек.

МЕНЕДЖЕР, ОРИЕНТИРОВАННЫЙ НА СТОИМОСТЬ [*value manager*] — инвестиционный менеджер, приоритетной целью деятельности которого является обеспечение прироста капитала (роста рыночной стоимости предприятия) в долгосрочном периоде.

МЕТОД ГРЭХЕМА [*Graham method*] — разработанная профессором финансов Колумбийского университета Б. Грэхемом инвестиционная теория, утверждающая, что наиболее эффективной портфельной инвестиционной стратегией является формирование портфеля за счет таких фондовых инструментов, рыночные цены на которые ниже их внутренней стоимости (исчисленной на основе стоимости чистых активов компании). Этот метод характеризуют как идеологию инвестирования, ориентированную на стоимость [*value-oriented investing theory*].

МЕТОД "ДЕРЕВА РЕШЕНИЙ" [*"tree-decision" method*] — один из методов оценки уровня проектных рисков, позволяющих охарактеризовать их по отдельным последовательным этапам осуществления реально-го инвестиционного проекта.

МЕТОД ЛИФО [*LIFO method*] — метод оценки и отражения в учете стоимости запасов товарно-материальных ценностей, входящих в состав оборотных активов, основанный на использовании последней цены их приобретения, по принципу: "последний пришел — первый ушел" [*"Last In — First Out"*].

МЕТОД МОНТЕ-КАРЛО [Monte-Carlo simulation] — метод имитационного моделирования вариантов реализации реального инвестиционного проекта, позволяющий определить весь диапазон проектных рисков при заданных исходных параметрах проекта.

МЕТОД АНАЛИЗА СЦЕНАРИЕВ ПРОЕКТА [project scenario analysis] — один из методов оценки уровня проектных рисков, позволяющих учесть одновременное возможное изменение нескольких исходных параметров реального инвестиционного проекта на конечные показатели его эффективности.

МЕТОД ФИФО [FIFO method] — метод оценки и отражения в учете стоимости запасов товарно-материальных ценностей, входящих в состав оборотных активов, основанный на использовании первоначальной цены их приобретения, по принципу: “первый пришел — первый ушел” [*First In — First Out*].

МОДЕЛЬ ДЮПОНА [Du Pont Model] — алгоритм, составляющий основу Дюпоновской системы анализа, в соответствии с которым коэффициент рентабельности используемых активов представляет собой произведение коэффициента рентабельности реализации продукции и коэффициента оборачиваемости используемых активов.

НАЛОГОВЫЙ РИСК [tax risk] — один из видов финансовых рисков, характеризующих вероятность возникновения непредвиденных финансовых потерь, связанных с введением новых видов налогов, увеличением размеров налоговых ставок по действующим налогам, отменой используемых предприятием налоговых льгот или “налоговых каникул”, изменением порядка и сроков внесения налоговых платежей.

НАЛОГООБЛАГАЕМАЯ ПРИБЫЛЬ [declared profit] — декларируемая в налоговые органы сумма балансовой прибыли предприятия, “очищенная” с учетом предоставленных льгот и порядка ее налогообложения, которая является базой исчисления налога на прибыль.

НАРАЩЕНИЕ СТОИМОСТИ (КОМПАУНДИНГ) [*advance, compounding*] — процесс приведения настоящей стоимости денег (финансового инструмента) к их стоимости в предстоящем периоде (*будущей стоимости*). Процесс наращивания стоимости может осуществляться как по простым, так и по сложным процентам.

НАСТОЯЩАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕГ [*present value; PV*] — стоимость денег в текущем периоде при их обратном пересчете из *будущей стоимости* в процессе *дисконтирования стоимости*. В менеджменте активов расчет настоящей стоимости денег осуществляется при оценке предстоящего дохода от их вложений (инвестирования) и других хозяйственных операций.

НЕПРИЯТИЕ РИСКА [*risk aversion*] — менталитет собственников или менеджеров предприятия, который не приемлет ведение хозяйственных операций с высоким уровнем риска даже в тех случаях, когда они сопровождаются высоким уровнем прибыли. Неприятие риска определяет осуществление консервативной финансовой политики по всем основным аспектам хозяйственной деятельности предприятия, а также необходимость осуществления обширного комплекса мер по профилактике и нейтрализации негативных финансовых последствий различных видов рисков.

НЕСИСТЕМАТИЧЕСКИЙ (СПЕЦИФИЧЕСКИЙ) РИСК [*non-systematic risk*] — совокупная характеристика внутренних инвестиционных рисков, присущих конкретному объекту инвестирования. Он связан с внутренними факторами деятельности эмитента или инвестора (например, неквалифицированный менеджмент), отрицательно воздействующими на эффективность инвестирования.

НЕОБХОДИМАЯ (ТРЕБУЕМАЯ) СТАВКА ДОХОДА [*required rate of return; RRR*] — минимальный уровень будущего дохода, который инвестор ожидает получить, вкладывая капитал.

НОРМА КАПИТАЛИЗАЦИИ [*capitalization rate*] — ставка, по которой будущий инвестиционный доход от владения активом приводится к настоящей стоимости.

НОРМАЛЬНОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЕРОЯТНОСТЕЙ [normal probability distribution] — распределение вероятностей, характеризующее симметрическим графиком, имеющим форму колокола и полностью оцениваемое стандартным математическим ожиданием и дисперсией.

ОБСЛУЖИВАНИЕ ДОЛГА [debt service] — процесс выплат заемщиком процентных платежей по кредитным и иным финансовым обязательствам.

ОБЩАЯ СУММА ДОЛГА [total debts] — сумма всех внешних и внутренних финансовых обязательств предприятия на определенную дату.

ОБЪЕКТНО-ОРИЕНТИРОВАННЫЙ АНАЛИЗ [object-oriented analysis] — одна из форм интегрированного анализа, разработанная фирмой “Модернсофт” США, основу которого составляет компьютерная модель формирования инвестиционной прибыли или другого агрегированного показателя в виде совокупности взаимодействия первичных блоков и классов. Пользователь сам определяет систему таких блоков и классов исходя из специфики инвестиционной деятельности предприятия и желаемой степени детализации анализа, наполняя их соответствующей отчетной информацией.

ОБЯЗАТЕЛЬСТВА [liabilities] — совокупность финансовых требований к предприятию, подлежащих погашению в предстоящем периоде. По срочности погашения разделяют обязательства краткосрочные (со сроком погашения до одного года) [current liabilities] и долгосрочные (со сроком погашения свыше одного года) [long-term liabilities]. В составе краткосрочных выделяют неотложные обязательства (со сроком погашения до одного месяца). Такая группировка обязательств используется для оценки и управления платежеспособностью предприятия.

ОКУПАЕМОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ [payback of investment] — процесс возврата вложенных *инвестиционных ресурсов* за счет *чистого денежного потока* от инвестиций. Интенсивность, с которой осуществляется этот процесс, характеризуется показателем “период окупаемости инвестиций”.

ОНКОЛЬНЫЙ КРЕДИТ [on-call credit] — кредит, предоставленный заемщику без указаний срока его использования (в рамках краткосрочного кредитования) и подлежащий возврату по первому требованию кредитора. При возврате кредита обычно предоставляется *льготный период*.

ОПЕРАТИВНЫЙ ЛИЗИНГ (АРЕНДА) [operating lease] — хозяйственная операция, предусматривающая передачу арендатору права пользования основными средствами, принадлежащими арендодателю, на срок, не превышающий их полной амортизации, с обязательным их возвратом владельцу после окончания срока действия лизингового соглашения. Переданные в оперативный лизинг основные средства остаются на балансе арендодателя.

ОПЕРАЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ [operating activity; operations] — основной вид деятельности предприятия, с целью осуществления которой оно создано. Характер операционной деятельности предприятия определяется спецификой сферы или отрасли экономики, к которой оно принадлежит. Основу операционной деятельности большинства предприятий составляет производственно-сбытовая или торговая деятельность.

ОПЕРАЦИОННАЯ ПРИБЫЛЬ [operating profit] — прибыль, полученная в результате операционной деятельности предприятия. Она выступает в форме маржинальной, валовой или чистой операционной прибыли.

ОПЕРАЦИОННЫЕ АКТИВЫ [operating assets] — активы предприятия, непосредственно задействованные в его производственной деятельности и формирующие доходы от этой деятельности. При определении объема операционных активов из общего состава активов исключаются долгосрочные финансовые вложения, незавершенное капитальное строительство, неустановленное и выведенное из эксплуатации оборудование, дебиторская задолженность по ссудам, предоставленным персоналу и другие аналогичные их виды.

ОПЕРАЦИОННЫЙ ЛЕВЕРИДЖ [operating leverage] — финансовый механизм управления прибылью предприятия за счет оптимизации соотношения постоянных и переменных издержек. Результат этого управления оценивается с помощью показателя *“эффект операционного левериджа”*.

ОПЕРАЦИОННЫЙ ЦИКЛ [operating cycle] — период полного оборота всей суммы оборотных активов, в процессе которого происходит смена отдельных их видов.

ОПТИМАЛЬНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ [optimal portfolio] — портфель, наилучшим образом удовлетворяющий предпочтения инвестора. В соответствии с методологическими принципами *“современной портфельной теории”* он находится в точке касания одной из кривых безразличия инвестора с эффективным множеством.

ОПТИМИЗАЦИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ [cash flow optimization] — процесс выбора наилучших форм движения денежных средств на предприятии с учетом условий и особенностей осуществления его хозяйственной деятельности.

ОПТИМИЗАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ [portfolio optimization] — процесс определения соотношения отдельных объектов инвестирования, обеспечивающий реализацию целей инвестиционной деятельности с учетом имеющихся инвестиционных ресурсов. Основу механизма этой оптимизации составляет *“современная портфельная теория”*.

ОПТИМИЗАЦИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА [capital structure optimization] — процесс определения соотношения использования собственного и заемного капитала, при котором обеспечиваются оптимальные пропорции между уровнем рентабельности собственного капитала и уровнем финансовой устойчивости, т.е. максимизируется рыночная стоимость предприятия.

ОТРИЦАТЕЛЬНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК [negative cash flow] — совокупность выплат денежных средств предприятием в процессе осуществления всех видов его хозяйственной деятельности.

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ [cash-flow statement] — вид статистической отчетности, используемой в системе мониторинга текущей хозяйственной деятельности предприятия. В составе этого отчета имеется специальный раздел “Движение денежных средств по инвестиционной деятельности”.

ПАССИВНЫЙ ПОДХОД К УПРАВЛЕНИЮ ПОРТФЕЛЕМ [passive portfolio management] — теория оперативного управления портфелем ценных бумаг, основанная на принципе “следования в фарватере рынка”. Он определяет осуществление реструктуризации портфеля в четком соответствии с тенденциями конъюнктуры фондового рынка как по общей совокупности, так и по составу обращающихся на нем ценных бумаг. В соответствии с этим подходом динамика портфеля в миниатюре должна оперативно копировать динамику эффективности отдельных групп ценных бумаг на фондовом рынке в целом.

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ [primary security market] — фондовый рынок, на котором впервые реализуется новая эмиссия ценных бумаг.

ПЕРЕМЕННЫЕ ЗАТРАТЫ (ИЗДЕРЖКИ) [variable costs; VC; variable expenses] — текущие затраты предприятия, сумма которых находится в прямой зависимости от объема его производственной или сбытовой деятельности.

ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ [solvency] — способность предприятия своевременно рассчитываться по своим финансовым обязательствам за счет достаточного наличия готовых средств платежа (остатка денежных средств) и других ликвидных активов.

ПЛАТЕЖНЫЙ КАЛЕНДАРЬ [schedule of payments] — один из видов оперативного финансового плана предприятия, разрабатываемый по отдельным видам движения денежных средств (налоговый платежный календарь, платежный календарь по расчетам с поставщиками, платежный календарь по обслуживанию кредита и т.п.) и по предприятию в целом (в этом случае он детализирует текущий план поступления и расходования денежных средств).

ПОЛИТИКА ПРИВЛЕЧЕНИЯ БАНКОВСКОГО КРЕДИТА [bank loans drawing policy] — часть общей политики привлечения заемных средств, конкретизирующей условия привлечения, использования и обслуживания банковского кредита.

ПОЛИТИКА ПРИВЛЕЧЕНИЯ ЗАЕМНЫХ СРЕДСТВ [loans drawing policy] — часть общей стратегии формирования капитала, заключающейся в обеспечении наиболее эффективных форм и условий привлечения заемных инвестиционных ресурсов в соответствии с потребностями инвестиционной деятельности предприятия.

ПОЛОЖИТЕЛЬНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК [positive cash flow] — поступление денежных средств на предприятие от всех видов хозяйственных операций.

ПОРУЧИТЕЛЬСТВО [quarantee] — обязательство, принимаемое на себя одним лицом по исполнению обязательств другого лица в случае несостоятельности последнего обеспечить выплату долга в полном объеме и в предусмотренные сроки.

ПОТОК ПЛАТЕЖЕЙ [payment flow] — последовательность осуществления расчетных денежных операций по инкассации долга (положительный поток) и погашению своих финансовых обязательств (отрицательный поток) в определенном периоде с указанием срока и размера платежей.

ПОРТФЕЛЬ ДОХОДА [income portfolio] — инвестиционный портфель, сформированный по критерию максимизации текущего дохода вне зависимости от темпов роста капитала в отдаленной перспективе и уровня портфельного риска.

ПОРТФЕЛЬ РОСТА [growth portfolio] — инвестиционный портфель, сформированный по критерию максимизации прироста капитала в долгосрочном периоде вне зависимости от уровня его доходности в текущем периоде.

ПОРТФЕЛЬ ФИНАНСОВЫХ ИНВЕСТИЦИЙ [financial investment portfolio] — сформированная предприятием совокупность финансовых инструментов инвестирования,

подчиненная определенным целям инвестиционной деятельности предприятия на финансовом рынке. Основу портфеля финансовых инвестиций составляют обычно различные инструменты фондового рынка.

“ПОРТФЕЛЬНАЯ ТЕОРИЯ” [*“portfolio theory”*] — теоретический и методологический аппарат, используемый в процессе формирования портфеля ценных бумаг. В зависимости от используемых методологических принципов различают традиционную портфельную теорию (традиционный подход) и *современную портфельную теорию*.

ПОРТФЕЛЬНЫЙ РИСК [*portfolio risk*] — совокупный риск вложения капитала по инвестиционному портфелю в целом. Уровень портфельного риска всегда ниже, чем уровень риска отдельных входящих в него инвестиционных инструментов (за счет эффекта *диверсификации, ковариации* и т.п.).

ПРЕДЕЛ ФИНАНСОВОЙ БЕЗОПАСНОСТИ (“ЗАПАС ФИНАНСОВОЙ ПРОЧНОСТИ”) [*margin of financial safety; M of S*] — допустимый размер снижения объема реализации продукции при неблагоприятной конъюнктуре рынка, который позволяет предприятию осуществлять прибыльную деятельность.

ПРЕДЕЛЬНАЯ СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА [*marginal cost of capital; MCC*] — показатель эффективности дополнительного привлечения капитала с позиций уровня средневзвешенной его стоимости. Она характеризует прирост стоимости капитала в сравнении с предшествующим периодом.

ПРЕМИЯ ЗА ЛИКВИДНОСТЬ [*liquidity premium*] — дополнительный доход, выплачиваемый (или предусмотренный к выплате) инвестору с целью возмещения риска финансовых потерь, связанных с низкой ликвидностью объектов инвестирования.

ПРЕМИЯ ЗА РИСК [*risk premium; RP*] — дополнительный доход, выплачиваемый (или предусмотренный к выплате) инвестору сверх того уровня, который может быть получен по безрисковым хозяйственным операциям. Этот дополнительный доход должен воз-

растать пропорционально увеличению уровня риска вложений капитала в тот или иной инструмент инвестирования. При этом следует иметь в виду, что премия за риск должна возрастать пропорционально росту не общего уровня инвестиционного риска по тому или иному инструменту, а только *систематического (рыночного) риска*, уровень которого определяется с помощью *бета-коэффициента* (т.к. риск не-систематический связан в основном с действием субъективных факторов). Основу этой зависимости составляет график "*линии надежности рынка*".

ПРЕФЕРЕНЦИАЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕШЕНИЯ [*preference investment decisions*] — инвестиционные решения, обеспечивающие окончательный выбор наилучших с позиций инвестора реальных инвестиционных проектов или финансовых инструментов инвестирования из ранее отобранной их совокупности, сформированной по определенным критериям.

ПРИНЦИП ПРЕДПОЧТЕНИЙ ИНВЕСТОРА [*investors preference principle*] — основополагающий принцип современной портфельной теории, определяющий, что при прочих равных условиях инвесторы предпочитают больший доход меньшему, а также меньший риск большему.

ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ [*project financing*] — процесс обеспечения реализации реального инвестиционного проекта необходимыми финансовыми средствами в соответствии с избранной *схемой финансирования проекта* и определенными *источниками формирования инвестиционных ресурсов*,

ПРОЕКТНЫЙ РИСК [*project risk*] — совокупный риск реализации реального инвестиционного проекта, интегрирующий все виды его индивидуальных рисков.

ПРОФИЛАКТИКА РИСКОВ [*risks prophylaxis*] — система превентивных мер, направленная на обеспечение снижения вероятности возникновения отдельных видов рисков на предприятии. Эта система предусматривает использование следующих групп мер: 1) *избежание рисков*; 2) *диверсификацию*; 3) *минимизацию рисков*; 4) *лимитирование рисков*. Профи-

лактика инвестиционных рисков является важным направлением обеспечения эффективности управления ими на предприятии.

ПРОЦЕНТ [interest; in] — плата за пользование ссудным (заимствованным) капиталом во всех его формах (кредитный процент, депозитный процент, процент по облигациям, процент по векселям и т.п.).

ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА [interest rate] — фиксированная ставка, по которой в установленные сроки выплачивается сумма процента. Обычно процентная ставка характеризует соотношение годовой суммы процента (процентного дохода) к сумме основного долга. Процентная ставка используется также в процессе *наращения стоимости*.

ПРОЦЕНТНЫЙ РИСК [interest risk] — один из видов рисков, характеризующий вероятность возникновения финансовых потерь, связанных с изменением средней ставки процента на финансовом рынке. Этот риск генерируется изменением конъюнктуры финансового рынка, мерами государственного его регулирования, изменением объема предложения свободных денежных ресурсов и другими аналогичными факторами.

РАВНОМЕРНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК [line cash glow] — денежный поток предприятия, который характеризуется одинаковыми объемами в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода времени.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПРИВЫЛИ [appropriation] — форма реализации разработанной *дивидендной политики и политики формирования собственных инвестиционных ресурсов*, в процессе которой полученная (намеченная к получению) прибыль распределяется по основным направлениям ее предстоящего использования.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РИСКОВ [risk allocation decision] — один из внутренних механизмов нейтрализации рисков, основанный на частичном их трансферте (передаче) партнерам по хозяйственным операциям. При этом партнерам передается та часть рисков предприятия, по которой они имеют больше возможно-

стей нейтрализации их негативных последствий и располагают более эффективными способами внутренней страховой защиты.

РЕАЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ [real investment] — вложение капитала в воспроизводство основных фондов, в инновационные нематериальные активы, в прирост запасов товарно-материальных ценностей и в другие объекты инвестирования, непосредственно связанные с осуществлением производственно-коммерческой (операционной) деятельности предприятия.

“РЕВОЛЬВЕРНЫЙ КРЕДИТ”, АВТОМАТИЧЕСКИ ВОЗВОЗВРАЩАЕМЫЙ КРЕДИТ [“revolving credit”; open-end credit] — один из видов финансового кредита, предоставляемого на определенный период, в течение которого разрешается как поэтапная “выборка” кредитных средств, так и поэтапное частичное или полное погашение обязательств по нему. Внесенные в счет погашения обязательств средства могут вновь заимствоваться в течение периода действия кредитного договора (в пределах установленного кредитного лимита). Выплата оставшейся непогашенной суммы основного долга и оставшихся процентов по нему производится по истечении срока действия кредитного договора.

РЕИНВЕСТИРОВАНИЕ [reinvestment] — перемещение капитала из одних активов в другие более эффективные объекты инвестирования в процессе инвестиционной деятельности предприятия.

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ПОРТФЕЛЯ [portfolio restructuring] — периодически осуществляемая ротация отдельных видов и разновидностей инструментов портфеля для обеспечения заданных целевых параметров его формирования в меняющихся условиях внешней инвестиционной среды.

РИСК [risk] — вероятность наступления события, связанного с возможными финансовыми потерями или другими негативными последствиями.

РИСК-МЕНЕДЖМЕНТ [risk-management] — система управления рисками на предприятии, предусматрива-

ющая использование методов и инструментов, направленных на идентификацию рисков, расчет вероятности их возникновения, определение возможного размера финансовых потерь, профилактику, внутреннее и внешнее их страхование.

РИСК ЛИКВИДНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ [*investment liquidity risk*] — особый вид инвестиционного риска, связанный с низким уровнем ликвидности отдельных объектов инвестирования на рынке или высокой продолжительностью инвестиционного процесса. При наличии такого риска инвестор вправе рассчитывать на дополнительный доход в виде *премии за ликвидность*.

РИСКОВЫЙ ПОРТФЕЛЬ [*risk portfolio*] — агрессивный инвестиционный портфель, сформированный из ценных бумаг или денежных инструментов с высоким уровнем текущего дохода или высокими темпами прироста капитала, но имеющий высокий уровень портфельного риска.

РОЯЛТИ [*royalty*] — плата за использование или предоставление разрешения на использование прав интеллектуальной, в том числе промышленной, собственности с целью получения прибыли. Роялти включает плату за использование: авторских прав на произведения литературы, искусства, науки; записей на различных носителях информации; прав на копирование и распространение любых патентов или лицензий; знака на товары или услуги (товарного знака); права на промышленные и научные образцы; схемы программных средств вычислительной техники, автоматизированных систем или систем обработки информации; право на информацию в части промышленного, коммерческого или научного опыта (*ноу-хау*) и других аналогичных видов нематериальных активов.

СБАЛАНСИРОВАННЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ [*balanced portfolio*] — портфель, состоящий из финансовых инструментов (преимущественно ценных бумаг) в полной мере соответствующих целям и критерию его формирования исходя из разработанной инвес-

тиционной политики предприятия. Синонимом сбалансированного инвестиционного портфеля выступает термин “эффективный портфель” [*efficient portfolio*].

СВОТ-АНАЛИЗ [SVOT-analysis] — система интегрального анализа, основным содержанием которого является исследование характера сильных и слабых сторон предприятия в разрезе отдельных внутренних факторов, а также позитивного или негативно-го влияния отдельных внешних факторов, обуславливающих развитие предприятия.

СИНЕРГИЗМ, ЭФФЕКТ СИНЕРГИЗМА [synergy] — дополнительные экономические преимущества, которые образуются при успешном объединении предприятий (их слиянии и поглощении). Эти экономические преимущества формируются за счет более эффективного использования их общего финансового потенциала, взаимодополнения технологий и выпускаемой продукции, возможностей снижения уровня их текущих затрат и других аналогичных факторов (образно эффект синергизма можно охарактеризовать известной формулой: “ $2+2=5$ ”).

СИСТЕМА АНАЛИЗА “ВЗАИМОСВЯЗЬ ИЗДЕЖЕК, ОБЪЕМА РЕАЛИЗАЦИИ И ПРИБЫЛИ” [“Cost-Volume-Profit Relationships”; CVP] — механизм целенаправленного факторного анализа, позволяющий выявить роль отдельных факторов в формировании прибыли от реализации продукции и обеспечить эффективное управление этим процессом.

СИСТЕМАТИЧЕСКИЙ (РЫНОЧНЫЙ) РИСК [systematic risk; market risk] — риск, связанный с изменениями конъюнктуры всего инвестиционного рынка под влиянием макроэкономических факторов. Он возникает для всех участников этого рынка и не может быть устранен путем диверсификации инвестиционного портфеля, т.к. в процессе колебаний конъюнктуры всего инвестиционного рынка уровень цен отдельных финансовых инструментов инвестирования изменяется аналогично рыночному индексу в целом. Показателем измерения систематического риска является *бета-коэффициент*.

СКРИНИНГОВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕШЕНИЯ [*screening investment decisions*] — инвестиционные решения, обеспечивающие предварительный отбор реальных инвестиционных проектов и финансовых инструментов инвестирования по критериям, сформированным инвестором, для последующего окончательного *преференциального* их отбора.

СОВОКУПНЫЙ РИСК [*total risk*] — общий риск, присущий конкретному объекту (инструменту) инвестирования или их совокупности, обобщающий все виды индивидуальных рисков (совокупный риск инвестиционной деятельности предприятия; совокупный риск реального инвестиционного проекта или проектный риск; совокупный риск портфеля финансовых инвестиций и т.п.).

СОВРЕМЕННАЯ ПОРТФЕЛЬНАЯ ТЕОРИЯ [*modern portfolio theory*] — основанный на статистических методах механизм оптимизации формируемого инвестиционного портфеля по задаваемым критериям соотношения уровня его ожидаемой доходности и риска с обеспечением коррелятивной связи доходности отдельных финансовых инструментов между собой. Основные принципы современной портфельной теории впервые были сформулированы Г. Марковицем.

СООТНОШЕНИЕ УРОВНЯ РИСКА И ДОХОДНОСТИ [*risk/return rate off*] — один из важнейших показателей оценки инвестиционных качеств индивидуальных инструментов инвестирования и инвестиционного портфеля в целом, характеризующий как соотносятся между собой уровни риска и доходности. Среднерыночное соотношение этих показателей измеряется графиком "*линии надежности рынка*". Сравнение этого соотношения по индивидуальному инструменту инвестирования со среднерыночным позволяет судить о степени его инвестиционной привлекательности.

СПЕКУЛЯТИВНЫЙ ЗАПАС ДЕНЕЖНЫХ АКТИВОВ [*speculative balance of monetary assets*] — свободный остаток денежных активов, используемый для осуществления спекулятивных операций (*краткосрочных финансовых вложений*) на денежном рынке. Формой

спекулятивного запаса денежных активов является, например, их депозитный вклад в банк в период, когда уровень депозитного процента превышает уровень доходности краткосрочных ценных бумаг.

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ [*comparative financial analysis*] — одна из систем финансового анализа, базирующаяся на сопоставлении значений отдельных групп аналогичных показателей между собой. В процессе осуществления такого анализа рассчитываются размеры абсолютных и относительных отклонений сравниваемых показателей.

СРЕДНЕКВАДРАТИЧЕСКОЕ (СТАНДАРТНОЕ) ОТКЛОНЕНИЕ [*standart devitation; SD*] — один из наиболее распространенных показателей оценки колеблемости значений изучаемых процессов и явлений. В инвестиционном менеджменте среднеквадратическое отклонение служит одним из основных показателей оценки уровня рисков.

СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА [*weighed average cost of capital; WACC*] — средняя цена, которую предприятие платит за использование совокупного капитала, сформированного из различных источников. Она характеризует среднее значение стоимости капитала, привлеченного из каждого конкретного источника, взвешенной на удельный вес каждого источника в общей сумме используемого капитала.

СТАВКА "ПРАЙМ-РАЙТ" ["prime-rate"] — наименьшая ставка процента по кредиту, предоставляемая банком своим "первоклассным заемщикам".

СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ЦЕЛИ [*strategic goals*] — система основных ориентиров долгосрочного развития предприятия, в соответствии с которыми разрабатывается инвестиционная стратегия по основным ее направлениям. Основной стратегической целью инвестиционной деятельности предприятия является максимизация его рыночной стоимости. К числу стратегических целей этой деятельности могут быть отнесены также повышение темпов роста собственного капитала, отраслевая и региональная диверси-

фикация, структура инвестиционных ресурсов по источникам их формирования и т.п.

СТРАТЕГИЧЕСКИЙ ИНВЕТОР [strategic investor] — субъект инвестиционной деятельности, ставящий своей целью приобретение контрольного пакета акций (преимущественной доли уставного капитала) для обеспечения реального управления предприятием в соответствии с собственной концепцией его стратегического развития.

СТРАХОВОЙ ЗАПАС ДЕНЕЖНЫХ АКТИВОВ [precautinary balance of monetary assets] — неснижаемый минимум резерва денежных средств, обеспечивающий страхование своевременности расчетов по текущим хозяйственным операциям в случае временной задержки поступления средств от реализации продукции. Если предприятие имеет свободный доступ к краткосрочным финансовым кредитам (т.е. может оперативно их получать), то размер страхового запаса денежных активов может быть сведен к минимуму. Обычно страховой запас денежных активов хранится в форме высоколиквидных краткосрочных финансовых вложений.

СТРУКТУРА КАПИТАЛА [capital structure; capital gearing] — один из важнейший показателей оценки финансового состояния предприятия, характеризующий соотношение суммы собственного и заемного используемого капитала.

СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ [portfolio structure] — соотношение удельного веса инвестируемого капитала в различные виды финансовых инструментов портфеля. Различают фиксированную и гибкую структуру портфеля.

СУММАРНЫЙ КРЕДИТ [outstanding credit] — общий размер всех кредитов во всех их формах, используемых предприятием на определенную дату.

ТЕКУЧЕСТЬ ПОРТФЕЛЯ [portfolio turnover rate] — коэффициент оборачиваемости инструментов портфеля, показывающий как часто происходит их покупка-продажа в процессе реструктуризации.

ТЕКУЩИЙ ДОХОД ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ [yield] — доход в форме дивиденда или процента, выплачиваемый владельцу ценной бумаги в предусмотренные сроки, без учета прироста ее курсовой стоимости и возврата суммы основного долга при погашении.

“ТОЧКА БЕЗУБЫТОЧНОСТИ” (“Порог рентабельности”) [break-even point] — показатель, характеризующий объем реализации продукции, при котором сумма *чистого дохода* предприятия равна общей сумме постоянных издержек.

ТРАДИЦИОННЫЙ ПОДХОД К УПРАВЛЕНИЮ ПОРТФЕЛЕМ [traditional portfolio management] — одна из концепций формирования инвестиционного портфеля, обеспечивающая его максимально широкую отраслевую диверсификацию по составу инструментов с целью минимизации уровня портфельного риска.

УКЛОНЕНИЕ ОТ РИСКОВ [risk aversion] — менталитет инвестиционных менеджеров предприятия, неприемлющий операции и виды инвестиций, связанные с высоким уровнем риска (придерживающихся консервативной политики в инвестиционном менеджменте).

УМЕРЕННАЯ (КОМПРОМИССНАЯ) ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА [compromise dividend policy] — один из возможных определяющих принципов осуществления компанией *дивидендной политики*, в соответствии с которой в процессе распределения прибыли текущие интересы акционеров по размерам дивидендных выплат стабильно балансируются с потребностями формирования собственных финансовых ресурсов для обеспечения развития компании.

УМЕРЕННАЯ (КОМПРОМИССНАЯ) ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА [compromise investment policy] — один из типов политики инвестирования, осуществляемый предприятием, который направлен на выбор таких объектов инвестирования, по которой уровень текущей доходности, темпы роста капитала и уровень риска в наибольшей степени приближены к

среднерыночным. При реализации этой политики предприятие не стремится к максимизации своего инвестиционного дохода и избегает вложений капитала в высокорисковые объекты инвестирования. Формой реализации такой политики является создание *умеренного (компромиссного) инвестиционного портфеля*.

УМЕРЕННАЯ (КОМПРОМИССНАЯ) ПОЛИТИКА ФИНАНСИРОВАНИЯ [*compromise approach*] — один из типов политики финансирования активов, осуществляемый предприятием, который предусматривает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала должны полностью финансироваться внеоборотные активы, а также преимущественная часть (или весь объем) постоянной части оборотных активов (неснижаемого их размера). Такая модель финансирования активов обеспечивает приемлемый уровень финансовой устойчивости предприятия в процессе его развития.

УМЕРЕННЫЙ (КОМПРОМИССНЫЙ) ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ [*compromise portfolio*] — сформированная совокупность ценных бумаг и других финансовых инструментов портфеля, реализующая умеренную инвестиционную политику предприятия. Формирование умеренного инвестиционного портфеля осуществляется по критерию соответствия уровня его доходности и риска среднерыночным значениям.

УПРАВЛЕНЧЕСКИЙ УЧЕТ [*management accounting*] — вид бухгалтерского учета основных финансовых результатов инвестиционной деятельности, стандарты которого разрабатываются самим предприятием, исходя из целей инвестиционного менеджмента. Управленческий учет позволяет существенно углубить информацию о составе капитала и его движении на предприятии.

УРОВЕНЬ РИСКА [*degree of risk*] — основной показатель, используемый для оценки отдельных рисков. Уровень риска определяется как произведение вероятности его возникновения на размер возможных финансовых потерь при наступлении рискового события.

УСКОРЕННАЯ АМОРТИЗАЦИЯ [*accelerated depreciation*] — один из методов начисления амортизации, при котором стоимость конкретного актива списывается в более короткие сроки и по более высоким нормам амортизации в первые годы его использования. В нашей стране ускоренная амортизация активов разрешена только по активной части операционных основных средств.

ФИНАНСОВАЯ ГИБКОСТЬ [*financial flexibility*] — способность предприятия быстро формировать необходимый объем заемных инвестиционных ресурсов при неожиданном появлении высокоэффективных инвестиционных предложений, обеспечивающих новые возможности ускорения экономического развития.

ФИНАНСОВЫЕ ИНВЕСТИЦИИ, ФИНАНСОВЫЕ ВЛОЖЕНИЯ [*financial investment*] — вложение капитала в различные финансовые инструменты, главным образом в ценные бумаги. По периоду инвестирования различают *краткосрочные финансовые вложения* (инвестирование средств на период до одного года) и *долгосрочные финансовые вложения* (инвестирование средств на период более одного года). Для снижения уровня риска финансовые инвестиции осуществляются обычно в разнообразные финансовые инструменты, совокупность которых формирует *инвестиционный портфель*.

ФИНАНСОВЫЙ ЛЕВЕРИДЖ [*financial leverage*] — финансовый механизм управления рентабельностью собственного капитала за счет оптимизации соотношения используемых собственных и заемных финансовых средств. Результат этого управления оценивается с помощью показателя “эффект финансового левериджа”.

ФИНАНСОВЫЙ ЛИЗИНГ [*financial lease*] — хозяйственная операция, предусматривающая приобретение арендодателем по заказу арендатора основных средств с дальнейшей передачей их в пользование арендатора на срок, не превышающий периода полной их амортизации с обязательной последующей передачей права собственности на эти основные средства арендатору. Финансовый лизинг рассматривается как один из видов финансового кредита. Основные сред-

ства, переданные в финансовый лизинг, включаются в состав основных средств арендатора.

ФУНКЦИОНАЛЬНЫЙ (МОРАЛЬНЫЙ) ИЗНОС [*obsolescence*] — снижение реальной стоимости отдельных видов используемых *внеоборотных активов* (производственных основных фондов, нематериальных активов) в связи с научным и техническим прогрессом, вызывающим появление на рынке более эффективных аналогов.

ХЕДЖИРОВАНИЕ [*hedging*] — метод страхования ценового риска по сделкам на бирже (товарной, фондовой) путем проведения противоположных операций с различными видами биржевых контактов. Различают хеджирование покупкой [*buying hedging*] и хеджирование продаж *[selling hedging]* фьючерсных контрактов.

ЦЕЛЕВАЯ СУММА ПРИБЫЛИ [*target profit; purpose-oriented profit*] — плановая сумма прибыли, обеспечивающая ее увязку с целями развития предприятия в предстоящем периоде. Основой этого метода планирования является предварительное определение потребности в собственных финансовых ресурсах, формируемых за счет прибыли, остающейся в распоряжении предприятия (*чистой прибыли*). Расчет ведется по каждому элементу этой потребности (производственное развитие; выплата дохода владельцам имущества; участие в прибыли персонала и т.п.). Суммарная потребность в средствах, формируемых за счет прибыли, остающейся в распоряжении предприятия, представляет собой целевой размер чистой прибыли предприятия в плановом периоде.

“ЦЕНОВАЯ МОДЕЛЬ КАПИТАЛЬНЫХ АКТИВОВ” [*capital assets pricing model; CAPM*] — модель определения необходимого уровня доходов отдельных капитальных активов с учетом ожидаемого уровня систематического риска, рассчитываемого с помощью *бета-коэффициента*. Ценовая модель капитальных активов учитывает необходимый размер *премии за риск*. Хотя она названа моделью капитальных активов, ее широко используют и при расчете необходимого уровня доходности отдельных ценных бумаг (с учетом ожидаемого уровня систематического риска).

ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ [net profit; profit after tax; PAT] — окончательная сумма прибыли, остающаяся в распоряжении предприятия после уплаты налогов и других обязательных платежей из суммы балансовой (валовой) прибыли.

ЧИСТЫЕ ИНВЕСТИЦИИ [net investment] — сумма финансовых ресурсов, направленных на прирост активов предприятия, представляющая собой разность между объемом валовых инвестиций предприятия в рассматриваемом периоде и суммой амортизационных отчислений в том же периоде.

ЧИСТЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК [net cash flow] — разница между положительным и отрицательным денежными потоками в рассматриваемом периоде времени. Основу чистого денежного потока по операционной деятельности составляет сумма чистой прибыли и амортизационных отчислений.

ЧИСТЫЙ ДОХОД [net income; disposable income; DI] — сумма дохода, остающегося в распоряжении предприятия, после выплаты из его валового дохода сумм налоговых платежей, входящих в цену продукции. К таким платежам относится налог на добавленную стоимость, акцизный сбор, таможенные пошлины и некоторые другие сборы.

ЭМИССИОННАЯ ПОЛИТИКА [emission policy] — часть общей стратегии формирования капитала предприятия, заключающаяся в обеспечении привлечения необходимого его объема за счет внешних источников путем выпуска и размещения на первичном фондовом рынке собственных ценных бумаг (акций, облигаций и т.п.).

ЭМИТЕНТ ЦЕННЫХ БУМАГ [issuer] — юридическое лицо, которое от своего имени выпускает ценные бумаги и обязуется выполнять требования, вытекающие из условий выпуска.

ЭФФЕКТИВНЫЙ ПОРТФЕЛЬ [efficient portfolio] — портфель, лежащий на кривой эффективного множества, обеспечивающий достижение наивысшей доходности при заданном уровне риска или наименьшего уровня риска при заданной доходности.

II. АНГЛО-РУССКИЙ СЛОВАРЬ НАИБОЛЕЕ УПОТРЕБИТЕЛЬНЫХ ТЕРМИНОВ

- Accruals** — внутренняя кредиторская задолженность (счета начислений)
- Accumulated dividend** — аккумулированный дивиденд
- Active portfolio management** — активный подход к управлению портфелем
- Advance** — наращение стоимости
- Aggressive dividend policy** — агрессивная дивидендная политика
- Aggressive investment policy** — агрессивная инвестиционная политика
- Aggressive portfolio** — агрессивный инвестиционный портфель
- Amortization** — амортизация нематериальных активов
- Annuity** — аннуитет
- Assets leverage** — левиредж активов
- Assets liquidity** — ликвидность активов
- Assets turnover** — оборот активов
- Assets turnover ration** — коэффициенты оценки оборачиваемости активов
- Balanced portfolio** — сбалансированный инвестиционный портфель
- Balance sheet** — баланс предприятия
- Bank loan** — банковский кредит
- Bankruptcy costs** — издержки банкротства
- Base rate** — базовая ставка процента
- Beta, beta coefficient** — бета, бета-коэффициент
- Break-even point** — точка безубыточности ("порог рентабельности")
- Budget** — бюджет
- Budgeting** — бюджетирование
- Business plan** — бизнес-план
- Capital** — капитал
- Capital asset** — капитальный актив
- Capital assets pricing model** — ценовая модель капитальных активов
- Capital budget** — капитальный бюджет
- Capital capacity** — капиталоемкость
- Capital investments** — капитальные вложения
- Capitalization** — капитализация
- Capitalization rate** — норма (ставка) капитализации
- Cash flow** — денежный поток
- Cash flow from investment** — денежный поток по инвестиционной деятельности
- Cash-flow optimization** — оптимизация денежных потоков
- Cash-flow statement** — отчет о движении денежных средств

Catastrophic risk — катастрофический риск
Common size analysis — вертикальный (структурный) анализ
Company life-cycle — жизненный цикл предприятия
Comparative analysis — сравнительный анализ
Compensating lease — компенсационный лизинг
Compromise dividend policy — умеренная (компромиссная) дивидендная политика
Compromise investment policy — умеренная (компромиссная) инвестиционная политика
Compromise portfolio — умеренный (компромиссный) инвестиционный портфель
Condominium — кондоминиум
Contribution — маржинальная прибыль
Controlling block — контрольный пакет акций
Corporation securities — корпоративные ценные бумаги
"Cost-Volume-Profit Relationships" — система анализа "взаимосвязь издержек, объема реализации и прибыли"
Correlation coefficient — коэффициент корреляции
Coupon rate — купонная ставка
Covariation — ковариация
Credit — кредит
Credit interest — кредитный процент
Credit line — кредитная линия
Credit policy — кредитная политика
Credit risk — кредитный риск
Creditworthiness — кредитоспособность
Currency risk — валютный риск
Current assets — оборотные (текущие) активы

Current assets immobilization — иммобилизация оборотных активов

Deposit risk — депозитный риск

Depreciation — амортизация основных средств

Depreciation policy — амортизационная политика

Derivative, derivative instrument — дериватив; деривативный инструмент

Direct investments — прямые инвестиции

Discounting — дисконтирование стоимости

Disinvestment — дезинвестиции

Disposable value — ликвидационная стоимость активов

Diversification — диверсификация

Dividends — дивиденды

Dividend policy — дивидендная политика

Du Pont model — модель Дюпона

Du Pont system of analysis — "Дюпоновская система" анализа

Efficient market — эффективный рынок

Efficient portfolio — эффективный портфель

Emission policy — эмиссионная политика

FIFO method — метод ФИФО

Financial assets — финансовые активы

Financial avoidance — избежание рисков

Financial flexibility — финансовая гибкость

Financial instruments — финансовые инструменты

- Financial investment** — финансовые инвестиции
- Financial investment portfolio** — портфель финансовых инвестиций
- Financial lease** — финансовый лизинг
- Fixed assets reproduction forms** — формы воспроизводства основных средств
- Floation costs** — издержки размещения
- Future value** — будущая стоимость денег
- Goodwill** — гудвилл
- Gordon Model** — Модель Гордона
- Grace period** — льготный (грационный) период
- Graduated lease** — градуированная аренда (лизинг)
- Grant-element** — грант-элемент
- Gross income** — валовой доход
- Gross cash flow** — валовой денежный поток
- Growth portfolio** — портфель роста
- Hedging** — хеджирование
- High-risk investments** — высокорисковые инвестиции
- Horizon analysis** — горизонтальный (трендовый) инвестиционный анализ
- Income portfolio** — портфель дохода
- Indexation of fixed assets** — индексация основных фондов
- Individual investor** — индивидуальный инвестор
- Individual risk** — индивидуальный риск
- Inflation premium** — инфляционная премия
- Inflation risk** — инфляционный риск
- Institutional investor** — институциональный инвестор
- Intangible assets** — нематериальные активы
- Internal insurance of risks** — внутреннее страхование рисков
- Internal investments** — внутренние инвестиции
- Internal rate of return** — внутренняя ставка доходности
- Internal value of stock** — внутренняя стоимость акции
- Investment** — инвестиции
- Investment climate** — “инвестиционный климат”
- Investment liquidity** — ликвидность инвестиций
- Investment liquidity risk** — риск ликвидности инвестиций
- Investment management** — инвестиционный менеджмент
- Investment policy** — инвестиционная политика
- Investment portfolio** — инвестиционный портфель
- Investment position** — инвестиционная позиция
- Investment preference** — инвестиционная привлекательность
- Investment process** — инвестиционный процесс
- Investment program** — инвестиционная программа
- Investment project** — инвестиционный проект
- Investment risk** — инвестиционный риск
- Investment value of asset** — инвестиционная стоимость актива
- Leverage** — леверидж
- Lease** — лизинг

Lease-back — возвратный лизинг

Lease transaction — лизинговая операция

LIBOR — ЛИБОР

LIFO method — метод ЛИФО

Liquid assets — активы ликвидные

"Liquid cushion" — "ликвидная подушка"

Liquidity — ликвидность

Liquidity premium — премия за ликвидность

Liquidity ratios — коэффициенты оценки ликвидности

Lombard credit — ломбардный кредит

Lombard rate — ломбардная ставка

Long-term financial investment — долгосрочные финансовые вложения

Low-risk investments — низкорисковые инвестиции

Management accounting — управленческий учет

Margin of financial security — "предел финансовой безопасности"

Marginal profit — маржинальная прибыль

Market risk — систематический (рыночный) риск

Market value of security — рыночная стоимость ценной бумаги

Matching — "выравнивание"

Maximizing value of company — максимизация стоимости предприятия

Micrologistics system — микрологистическая система

Modern portfolio theory — современная портфельная теория

Monetary assets — денежные активы

Monte-Carlo method — метод Монте-Карло

Mortgage bank — ипотечный банк

Net assets value — чистые активы

Net cash flow — чистый денежный поток

Net income — чистый доход

Net investment — чистые инвестиции

Net present value — чистый приведенный доход

Net profit — чистая прибыль

Noncurrent assets — внеоборотные активы

Nonsystematic risk — несистематический (специфический) риск

Normal probability distribution — нормальное распределение вероятностей

Object-oriented analysis — объектно-ориентированный анализ

Obsolescence — функциональный (моральный) износ

Operating activity — операционная деятельность

Operating assets — операционные активы

Operating cycle — операционный цикл

Operating lease — оперативный лизинг

Operating profit — операционная прибыль

Optimal portfolio — оптимальный инвестиционный портфель

Passive portfolio management — пассивный подход к управлению портфелем

Payback index — индекс доходности инвестиций

- Payback of investment** — окупаемость инвестиций
- Payback period** — период окупаемости инвестиций
- Portfolio diversification** — диверсификация инвестиционного портфеля
- Portfolio formation** — формирование портфеля
- Portfolio optimization** — оптимизация инвестиционного портфеля
- Portfolio restructuring** — реструктуризация портфеля
- Portfolio risk** — портфельный риск
- Portfolio structure** — структура портфеля
- "Portfolio theory"** — "портфельная теория"
- Portfolio turnover** — текучесть портфеля
- Precautionary balance of monetary assets** — страховой запас денежных активов
- Preference investment decisions** — преференциальные инвестиционные решения
- Present value** — настоящая стоимость денег
- Price-earnings ratio** — коэффициент соотношения рыночной цены акции и дохода по ней
- Primary security market** — первичный рынок ценных бумаг
- Probability of risk** — вероятность риска
- Profitability ratios** — коэффициенты оценки рентабельности
- Project financing** — проектное финансирование
- Project risk** — проектный риск
- Project sensitivity analysis** — анализ чувствительности проекта
- Project scenario analysis** — метод анализа сценариев проекта
- Purpose-oriented profit** — целевая сумма прибыли
- Quality of earnings** — качество доходов
- Quick assets** — активы ликвидные
- Ratio analysis** — анализ коэффициентов
- Real investment** — реальные инвестиции
- Real investment effectiveness estimate** — оценка эффективности реальных инвестиций
- Real investment management policy** — политика управления реальными инвестициями
- Reinvestment** — реинвестирование
- Renovation** — реновация
- Residual value** — ликвидационная стоимость активов
- Retained profit** — нераспределенная прибыль
- Return on assets** — коэффициент рентабельности активов (коэффициент экономической рентабельности)
- Return on investment** — коэффициент рентабельности инвестиций
- Revers stocksplit** — консолидация акций
- Risk** — риск
- Risk allocation decision** — распределение рисков
- Risk aversion** — неприятие риска
- Risk concentration** — концентрация рисков
- Risk-free rate of return** — безрисковая норма доходности

- Risk identification** — идентификация рисков
- Risk limitation** — лимитирование рисков
- Risk management** — риск-менеджмент
- Risk minimization** — минимизация рисков
- Risk portfolio** — рисковый портфель
- Risk premium** — премия за риск
- Risk/return rate off** — соотношение уровня риска и доходности
- Riskless investment transactions** — безрисковые инвестиционные операции
- Royalty** — роялти
- Schedule of payments** — платежный календарь
- Screening investment decisions** — скрининговые инвестиционные решения
- Security market line** — “линия надежности рынка”
- Self-financing ratio** — коэффициент самофинансирования
- Selling hedging** — хеджирование продаж
- Sharpe ratio** — коэффициент Шарпа
- Short-term financial investment** — краткосрочные финансовые вложения
- Short-term liabilities** — краткосрочные финансовые обязательства
- Short-term credit** — краткосрочные кредиты
- Sinking fund** — выкупной фонд (фонд погашения)
- Solvency ratios** — коэффициенты оценки ликвидности
- Speculative balance of monetary assets** — спекулятивный запас денежных активов
- Split** — дробление акций; сплит
- Standard of deviation** — среднеквадратическое (стандартное) отклонение
- Stock dividend** — выплата дивидендов акциями
- Strategic investor** — стратегический инвестор
- Superfluous cash flow** — избыточный денежный поток
- Systematic risk** — систематический (рыночный) риск
- SWOT-analysis** — SWOT-анализ
- Synergy** — синергизм, эффект синергизма
- Term structure of interest rate** — временная структура процентных ставок
- Total risk** — совокупный риск
- Trade-off dividend policy** — консервативная дивидендная политика
- Trade-off investment policy** — консервативная инвестиционная политика
- Trade-off investment portfolio** — консервативный инвестиционный портфель
- Traditional portfolio management** — традиционный подход к управлению портфелем
- Tree-decision method** — метод дерева решений
- Underwriter** — андеррайтер, инвестиционный дилер
- Underwriting** — андеррайтинг
- Unit portfolio** — стартовый портфель
- Unlevered** — “без левериджа”
- Value manager** — менеджер, ориентированный на стоимость
- Variance** — дисперсия
- Zones of risks** — зоны рисков

АНГЛИЙСКИЕ АББРЕВИАТУРЫ И СОКРАЩЕНИЯ ТЕРМИНОВ

Anny	— annuity	LVIs	— low value items
BP	— break point	M of S	— margin of safety
B/V	— book value	NPV	— net present value
CA	— current assets	OTC	— over-the-counter market
CAPM	— capital assets pricing model	PAT	— profit after tax
CF	— cash flow	P/E;	— price to
CV	— coefficient of variation	P/E-ratio	— earning ratio
CVP	— "cost-volume-profit relationship"	PI	— payback index
Dep	— depreciation	PP	— payback period
dis	— discount	PV	— present value
FA	— fixed assets	R-analysis	— ratio-analysis
FIFO	— "first in — first out"	RECO	— replacement cost
FV	— future value	ROA	— return on assets
GOP	— gross operating profit	ROI	— return on investment
GP	— gross profit	RP	— risk-premium
GW	— goodwill	RRR	— required rate of return
Ince	— insurance	SD	— standard deviation
IRR	— internal rate of return	SML	— security market line
LIFO	— "last in — first out"	TC	— total cost
		UW	— underwriter



Автор книги — заслуженный деятель науки, доктор экономических наук, профессор **Бланк Игорь Александрович** продолжительное время сочетает научную и преподавательскую работу по проблеме финансового менеджмента с практической деятельностью в качестве главного эксперта и консультанта ряда компаний. Им изданы известные монографии “Стратегия и тактика управления финансами”, “Экономические основы биржевой торговли и брокерской деятельности”, “Торговый менеджмент”, “Словарь-справочник финансового менеджера”, “Основы финансового менеджмента” (в двух томах); “Финансовый менеджмент: Учебный курс”, “Управление формированием капитала”, “Управление использованием капитала”, “Управление активами”; “Основы инвестиционного менеджмента” (в двух томах); “Инвестиционный менеджмент: Учебный курс” и другие, которые широко используются в учебном процессе и практической деятельности.