

Министерство образования и науки Российской Федерации
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
«Новгородский государственный университет имени Ярослава Мудрого»

Кафедра прикладной экономики

ЗАВОДИНА А. В.

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

КРАТКИЙ КОНСПЕКТ ЛЕКЦИЙ

Дисциплина для студентов специальности
080200.62 - Менеджмент
(дневное и заочное отделение)

Великий Новгород
2013

ТЕМА 1. ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ ПРЕДПРИЯТИЯ

1.1. Принципы финансового менеджмента

Финансовый менеджмент – это наука и искусство управлять денежными средствами предприятия и предвидеть последствия принимаемых сегодня финансовых решений.

В бизнесе решения, принимаемые только на основании интуиции и не подкрепленные финансовыми расчетами и глубоким, всесторонним анализом ситуации, недопустимы.

Решение должно быть основано на анализе альтернативных вариантов, с использованием критериев, учитывающих возможности предприятия и внешнее окружение. Процесс принятия решения должен основываться на поиске баланса интересов, компромиссов. В бизнесе не существует понятия «единственно правильное решение», все зависит от стратегии развития компании и выбранной тактики, от имеющихся в наличии ресурсов.

При быстрых изменениях внешних и внутренних условий хозяйствования текущие управленческие решения, которые ранее обеспечивали предприятию финансовый успех, сегодня могут привести к обратному результату. Поэтому искусство управления финансами предприятия требует своевременной корректировки его финансовой стратегии и тактики, поиска новых методических приемов обоснования управленческих решений (способы начисления амортизации основных средств и нематериальных активов, переоценки основных фондов, финансирования капиталовложений, кредитной политики и т.д.).

Можно выделить следующие **цели финансового менеджмента**:

- Избежание банкротства и больших финансовых потерь;
- Стремление к лидерству в конкурентной борьбе;
- Максимизация «цены» фирмы через рост курсовой стоимости акций;
- Обеспечение роста производства и продаж;
- Максимизация прибыли и минимизация расходов;
- Обеспечение достаточного уровня доходности (активов, собственного капитала, продаж).

Основными задачами финансового менеджмента являются:

- Формирование финансовых ресурсов в объеме, достаточном для реализации задач предприятия;
- Обеспечение эффективного использования объема финансовых ресурсов, сформированного по ключевым направлениям деятельности хозяйствующего субъекта;
- Оптимизация денежных потоков от операционной, инвестиционной финансовой деятельности;
- Минимизация уровня финансового риска при предусматриваемом объеме прибыли;
- Обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия в процессе его развития.

Приоритетность той или иной цели и задачи по-разному определяется в рамках существующей теории финансового менеджмента.

Наиболее распространено утверждение, что компания должна стремиться к максимизации дохода акционеров. Обычно это связывают с ростом прибыли, высокой доходностью и платежеспособностью компании. На практике достижение максимума прибыли невозможно, поэтому вводится понятие «нормальный уровень прибыли», который устраивает акционеров предприятия.

В последние годы большое распространение получила теория максимизации «цены фирмы». Сторонники данной теории исходили из предпосылки, что ни один из существующих критериев – объем продаж, прибыль, рентабельность и пр. – нельзя рассматривать в качестве измерителя эффективности принимаемых решений финансового характера.

Подобный критерий:

- должен быть достаточно обоснованным;
- базироваться на прогнозировании доходов акционеров фирмы;
- быть приемлемым для принятия инвестиционных решений, включая поиск источников финансирования и дивидендную политику.

Считается, что этим условиям отвечает критерий максимизации стоимости собственного капитала, т.е. рыночной цены обыкновенных акций предприятия. С позиции инвесторов в основу данного подхода положено предположение о том, что повышение благосостояния акционеров заключается не в росте текущей массы прибыли, а в повышении цены принадлежащих им акций.

Следовательно, любое решение, обеспечивающее рост курсовой стоимости акций, должно приниматься финансовым менеджером как единственно верное. Однако, следует отметить, что критерий максимизации рыночной цены акций компании как наиболее обоснованный и приоритетный в рамках финансового менеджмента применим лишь в том случае, если на фондовом рынке нет ограничений в определении цен на финансовые инструменты, т.е. соблюдается принцип «спрос – предложение». В данном случае рынок рассматривается как идеальный. На практике подобного рынка не существует ни в одной стране.

Отметим также, что на финансовом рынке любая новая информация по мере ее поступления немедленно отражается на цене финансовых активов. Более того, данная информация может поступить на

фондовый рынок случайно, ее нельзя точно спрогнозировать, т.е. определить, когда она поступит и в какой степени будет полезна для эмитентов и инвесторов.

Следует подчеркнуть, что прибыль и риск воздействуют на цену акций неоднозначно. С повышением прибыли растут дивиденды корпорации и, следовательно, повышается спрос на ее акции на фондовом рынке. Наоборот, значительное увеличение риска приводит к понижению стоимости акций. Умеренные и консервативные инвесторы распродают акции, что вызывает финансовую нестабильность акционерной компании.

Таким образом, для финансового менеджмента главными понятиями являются прибыль и риск (рис.1.1). Соотношением этих двух величин в каждый конкретный момент определяются действия финансового менеджера. Эти действия должны быть направлены на решение двух ключевых задач:

- увеличение прибыли, или собственного (акционерного) капитала;
- сохранение ликвидности, т.е. способности компании выполнять свои финансовые обязательства.

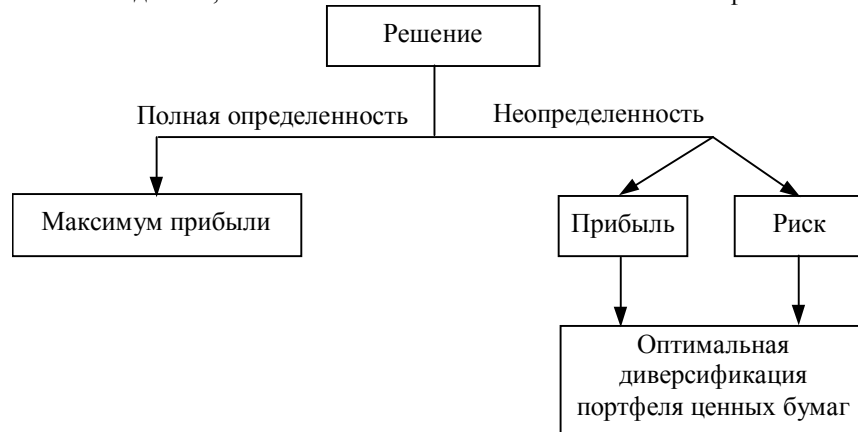


Рис.1.1 Соотношение между максимизацией богатства и максимизацией стоимости обыкновенных акций фирмы

Локальная задача финансового менеджера – максимизировать дивиденд на одну обыкновенную акцию по каждой отдельно взятой сделке.

Глобальная задача – достижение долговременной устойчивости дивиденда, ускорение оборачиваемости капитала компании, повышение защищенности от финансового риска.

Финансовый менеджмент неразрывно связан с финансами предприятия, т.е. с денежными отношениями, которые касаются образования и использования собственного и заемного капитала, вовлеченного в производственно-коммерческую деятельность предприятия. Существуют различные подходы к классификации источников финансирования предприятия. Один из них представлен на рис. 1.2.



Рис. 1.2. Источники финансирования предприятия

Финансовая политика компании - это целенаправленное использование финансов для достижения стратегических и тактических задач, определенных компанией. Например: усиление позиций на рынке товаров (услуг); достижение приемлемого объема продаж, прибыли и рентабельности активов и собственного капитала; сохранение платежеспособности и ликвидности баланса; увеличение дохода держателей акций компании и т.д.

Финансовая политика предусматривает:

- Получение прибыли в целях экономического роста;
- Оптимизацию структуры и стоимости капитала, обеспечение финансовой устойчивости, деловой и рыночной активности компании;
- Достижение финансовой открытости компании для собственников (акционеров), инвесторов и кредиторов;
- Использование рыночных механизмов привлечения капитала с помощью эмиссии корпоративных ценных бумаг, финансового лизинга, проектного финансирования;
- Разработку механизма управления финансами (финансового менеджмента) на основе диагностики финансового состояния с учетом стратегических целей деятельности компании, адекватных рыночным условиям
- Обеспечение сбалансированности материальных и денежных потоков и формирование финансовых ресурсов, необходимых для выполнения уставной деятельности и погашения всех долговых обязательств компании.

Для достижения сбалансированности между движением материальных и денежных потоков компания должна осуществлять следующие меры:

- Определять наиболее рациональные способы формирования уставного капитала и привлечения дополнительных источников финансирования;
- Формировать организационную структуру финансового управления, позволяющую оптимизировать денежные потоки;
- Разрабатывать учетную политику для оптимизации налоговых платежей;
- Определять кредитную политику предприятия;
- Внедрять систему финансового планирования и бюджетирования на основе создания центров ответственности затрат, доходов, прибыли и инвестиций.
- Организовать учет и контроль движения денежных потоков между компанией и ее филиалами.

При разработке системы управления финансами постоянно возникает проблема гармонизации развития интересов предприятия, наличия достаточного объема денежных ресурсов и сохранения высокой платежеспособности. Исходя из продолжительности и характера решаемых задач, компания решает финансовые стратегические и тактические задачи.

Финансовая стратегия является одним из пяти функциональных элементов стратегического управления (производство, маркетинг, инновации, кадры и финансы).

Объектом финансового управления в компании выступают капитал и денежные потоки. Эти стоимостные категории имеют стратегическое значение, так как их состояние в значительной мере определяет конкурентные преимущества и экономический потенциал компании. Компания с достаточным объемом собственного капитала (более 50% от общего объема капитала) и положительным сальдо денежного потока (приток денежных средств выше их оттока) имеет возможности для привлечения дополнительных денежных ресурсов с финансового рынка.

В процессе разработки финансовой стратегии прогнозируют основные тенденции развития финансов, формируют концепцию их использования, определяют принципы организации финансовых отношений с государством (налоговая политика) и партнерами (поставщиками, покупателями, инвесторами, кредиторами и пр.).

Обеспечение долговременного развития компании в интересах ее собственников (акционеров) предполагает:

- формирование оптимальной величины акционерного капитала;
- привлечение дополнительных источников финансирования в форме кредитов и займов;
- аккумуляцию денежных средств, образуемых в составе выручки от реализации продукции (работ, услуг);
- формирование нераспределенной прибыли, используемой для целей инвестирования;
- привлечение специальных целевых средств;
- учет и контроль формирования капитала и доходов.

Важнейшие направления разработки финансовой стратегии компании:

- Анализ и оценка финансово-экономического состояния;
- Разработка учетной и налоговой политики;
- Формирование кредитной политики;
- Управление основным капиталом;
- Управление оборотным капиталом и кредиторской задолженностью;
- Управление текущими издержками, сбытом продукции и прибылью;
- Управление ценовой политикой;
- Выбор дивидендной и инвестиционной политики;
- Оценка структуры капитала компании и ее рыночной стоимости;
- Финансовое планирование, определяющее основные параметры деятельности компании, объем и себестоимость продаж, прибыль и рентабельность, финансовую устойчивость и платежеспособность.

Составной частью финансовой стратегии является финансовое планирование, определяющее основные параметры деятельности компании: объем и себестоимость продаж, прибыль и рентабельность, финансовая устойчивость и платежеспособность.

Финансовая тактика – это решение частных задач конкретного этапа развития компании путем своевременного изменения способов организации финансовых связей, перераспределения денежных ресурсов между видами расходов и структурными подразделениями.

При относительной стабильности финансовой стратегии финансовая тактика должна отличаться гибкостью, что объясняется изменчивостью рыночной конъюнктуры (спроса и предложения на ресурсы, товары, услуги и капитал).

Стратегия и тактика финансовой политики тесно взаимосвязаны. Правильно выбранная стратегия создает благоприятные возможности для решения тактических задач.

Формирование финансовой стратегии и тактики невозможно без информации, получаемой в процессе финансового анализа деятельности предприятия.

ТЕМА 2. ФИНАНСОВОЕ ОКРУЖЕНИЕ

2.1. Финансовые рынки

Все фирмы в той или иной степени действуют в рамках определенной финансовой системы, которая состоит из ряда институтов и рынков, обслуживающих фирмы, отдельные лица и государство. Перед корпоративным менеджером стоит важная задача: обеспечить компанию средствами, достаточными для финансирования всех возможных потребностей бизнеса. Для успешного решения этой задачи менеджеру необходимо иметь ясное представление о возможных финансовых требованиях бизнеса и работе финансового рынка.

Финансовым рынком называется любой механизм, предназначенный для торговли финансовыми активами или правами на них.

Назначение финансовых рынков в экономике заключается в эффективном распределении сбережений среди их конечных пользователей. Если бы те хозяйственные единицы, которые сэкономили средства, сами же в них и нуждались, экономика процветала бы и без финансовых рынков. Однако в современной экономике большинство нефинансовых корпораций использует инвестиции в реальные активы в размерах, превышающих их суммарные сбережения. В то же время суммарные сбережения большинства семей превышают их суммарные инвестиции. Проблема заключается лишь в том, чтобы свести вместе — при условии минимизации затрат и возможных неудобств — конечного инвестора, кому средства необходимы для покупки реальных активов и первоначального владельца средств.

Рис. 2.1 иллюстрирует роль финансовых рынков и финансовых институтов в перемещении денежных средств из сектора сбережений (хозяйственных единиц с излишком денег) в сектор инвестиций (хозяйственных единиц с нехваткой денег). Из этого рисунка также следует, что определенные финансовые институты занимают особое положение в процессе перемещения денежных потоков в экономике страны.

Можно выделить следующие основные финансовые рынки:

1. Денежный рынок — место, на котором заемщики получают денежные средства от кредиторов, обычно на срок менее года. На рынке в основном преобладают крупные банки и другие коммерческие заведения, но местные органы власти и крупные компании также используют его для краткосрочных займов и кредитов.
2. Рынок ценных бумаг работает с долгосрочными ценными бумагами, такими как акции и облигации. *Лондонская фондовая биржа* — самый известный рынок ценных бумаг, но существуют и другие, например рынки облигаций (для долгосрочных правительственных и корпоративных займов) и рынок евро облигаций.
3. Валютный рынок представляет собой совокупность операций по купле-продаже иностранной валюты и предоставлению ссуд на конкретных условиях (сумма, обменный курс, период).

Финансовые рынки предоставляют механизмы, с помощью которых корпоративный менеджер получает доступ к широкому ряду финансовых ресурсов и инструментов.

Рынки ценных бумаг выполняют две важные функции:

- Через первичный рынок происходит привлечение капитала в новую или расширяющуюся компанию (обычно через эмиссию акций или долговых обязательств).
- Вторичный рынок — торговля существующими ценными бумагами, позволяющая акционерам или держателям облигаций избавляться от их собственности, когда они пожелают. Активный вторичный рынок — необходимое условие эффективной работы первичного рынка.

Финансовые рынки способствуют экономии и инвестированию, предоставляя механизмы, которые могут удовлетворить финансовые запросы кредиторов (поставщиков капитала) и заемщиков (пользователей капитала).

Рисунки 2.1 и 2.2. простейшим образом поясняют, каким образом компании финансируют свои операции.

Финансовые учреждения (например, пенсионные фонды, страховые компании, банки, жилищно-строительные кооперативы, тресты и особые инвестиционные учреждения) работают как финансовые посредники, собирая капитал, сберегаемый физическими и юридическими лицами, и отдавая его под проценты корпоративным и другим пользователям в виде денег и ценных бумаг или напрямую через займы, аренду или другие виды финансирования.

В основном этими средствами пользуются компании. Финансовый менеджер получает капитал путем продажи прав на существующую или будущую собственность компании (например, выдавая акции, долговые обязательства или векселя) или через займы, взятые у финансовых учреждений. Деньги используются для приобретения фиксированной и текущей собственности. Если инвестиции удачны, они принесут доход в виде денежных средств от осуществления деятельности. Эти деньги используются для оплаты финансовых облигаций в виде процентов, дивидендов и т. д., а также для выплаты основного капитала. Все остатки средств реинвестируются в целях обновления активов или расширения деятельности.

Важнейшими институтами, которые способствуют нормальному функционированию потоков денежных средств, являются **вторичный рынок, финансовые посредники и финансовые брокеры**.

Четкому функционированию финансовой системы способствует наличие всевозможных бирж и торговых площадок для различных типов ценных бумаг. Покупки и продажи существующих финансовых активов происходят на *вторичном рынке*. Сделки на этом рынке не увеличивают общую сумму выпущенных ценных бумаг, однако наличие реального вторичного рынка повышает ликвидность финансовых активов и, следовательно, способствует функционированию первичного (или прямого) рынка ценных бумаг. В этом отношении такие *организованные биржи*, как Нью-Йоркская фондовая биржа, Американская фондовая биржа и Нью-Йоркская биржа облигаций, являются теми институтами, которые сводят вместе покупателей и продавцов соответствующих ценных бумаг. Цена на бирже определяется путем взаимодействия на бирже предложения и спроса.

Кроме того, *внебиржевой рынок ценных бумаг* (over-the-counter [OTC] market) служит вторичным рынком для тех акций и облигаций, которые не прошли листинг на бирже, а также для определенных зарегистрированных на бирже ценных бумаг. На нем действуют брокеры и дилеры, готовые к покупке и продаже ценных бумаг по сложившемуся курсу. Большинство корпоративных облигаций и постоянно возрастающее количество акций продается и покупается не на организованной бирже, а на внебиржевом рынке ценных бумаг. Внебиржевой рынок ценных бумаг стал "высокоавтоматизированным": участники рынка связаны между собой телекоммуникационной сетью. Работу этой сети, с помощью которой можно практически мгновенно получать биржевые котировки, обеспечивает Служба автоматизированных котировок национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation Service — NASDAQ*). Многие компании теперь предпочитают торговать своими акциями на внебиржевом рынке ценных бумаг, даже несмотря на то что они вполне могли бы зарегистрировать их на какой-либо из солидных бирж. Просто они уверены в том, что пользование услугами внебиржевого рынка ценных бумаг обеспечит им не худший, а может быть, и лучший результат.

2.2. Финансовые институты

Нужды кредиторов и заемщиков совпадают довольно редко. Поэтому для эффективной работы финансовых рынков очень важна роль финансовых посредников.

Поток денег от держателей сбережений к покупателям реальных активов может быть прямым; однако если в экономике действуют финансовые посредники, то он может оказаться и опосредованным. К числу **финансовых посредников** (financial intermediaries) относятся такие финансовые институты, как коммерческие банки, различные сберегательные учреждения, страховые компании, пенсионные фонды, финансовые компании и взаимные фонды. Эти посредники находятся между конечными заемщиками и кредиторами, преобразуя прямые требования на денежные ресурсы в опосредованные.

Они выполняют следующие функции:

1. Перераспределение капитала: аккумуляция небольших денежных сбережений большого числа людей в более крупные денежные фонды в целях предоставления кредита компаниям. Здесь важную роль играют банки.

2. Снижение риска: вложение небольших вкладов индивидуальных инвесторов в большой диверсифицированный портфель ценных бумаг (например, в трастовые фонды).
3. Преобразование ликвидности: посредничество во взаимодействии желающих сделать краткосрочные вложения и долгосрочных заемщиков (например, жилищно-строительных кооперативов и банков). Выдача долгосрочных кредитов банками, имеющими в активах в основном краткосрочные вложения, возможна, только при условии, что лишь небольшое число вкладчиков захочет забрать свои деньги сразу.
4. Снижение издержек: минимизация стоимости сделок через предоставление удобных и относительно недорогих услуг по соединению мелких вкладчиков и крупных заемщиков.
5. Финансовые консультации: предоставление рекомендаций и других услуг как вкладчикам, так и заемщикам.



Стрелки указывают направление денежного потока. Ценные бумаги перемещаются в противоположном направлении.

----- Пунктирная линия показывает, что собственные ценные бумаги финансовых посредников (например, сберегательные счета или страховые полисы) перетекают в сектор сбережений.

Примечание. Между вторичным рынком и сектором инвестиций нет непосредственной связи; таким образом ранее выпущенные ценные бумаги, которые были проданы на вторичном рынке, не обеспечивают поступления новых средств к первоначальным эмитентам этих ценных бумаг.

Рис. 2.1. Механизм функционирования финансового рынка

Сектор финансовых услуг можно разбить на три группы: 1) учреждения, занимающиеся приемом вкладов в депозиты; 2) занимающиеся договорными сбережениями; 3) финансовые брокеры.

1. Коммерческие банки — важнейший источник фондов для коммерческих фирм в целом. Банки привлекают бессрочные депозиты (вклады до востребования) и срочные (сберегательные) вклады от частных лиц, компаний и государственных организаций и, в свою очередь, предоставляют ссуды и занимаются инвестированием. Среди ссуд, предоставляемых коммерческим фирмам, можно отметить сезонные и прочие краткосрочные ссуды, среднесрочные (до пяти лет) ссуды и ипотечные займы. Помимо выполнения банковской функции, коммерческие банки оказывают влияние на фирмы посредством своих

трастовых отделов, которые вкладывают деньги в покупку корпоративных облигаций и акций. Они также предоставляют ипотечные займы компаниям и управляют пенсионными фондами.



Рис. 2.2. Финансовые рынки, финансовые институты, поставщики и потребители

2. Пенсионные фонды и страховые компании. Всевозможные *пенсионные фонды* накапливают средства, чтобы выполнить в будущем пенсионные платежные обязательства перед работниками данной организации. Фонды обычно создаются из взносов работников и работодателя. Пенсионные фонды инвестируют эти вклады и либо периодически выплачивают накопленную сумму работнику после его выхода на пенсию, либо обеспечивают ему ежегодную ренту. Существуют самоуправляемые схемы, при которых фонды инвестируются напрямую на финансовых рынках, и застрахованные схемы, при которых фондами занимается компания по страхованию жизни, берущая весь риск на себя. Пенсионные фонды обладают огромными и быстро растущими капиталами, пригодными к инвестированию на рынке ценных бумаг. Они имеют огромные налоговые преимущества. В период накопления взносы в фонд не облагаются налогом. При получении денег после достижения пенсионного возраста гражданин выплачивает соответствующие налоги. Коммерческие банки, страховые компании, а также федеральное правительство, органы местного самоуправления и некоторые другие организации также предлагают свои средства пенсионным фондам. Вследствие долгосрочной природы своих обязательств пенсионные фонды имеют возможность вкладывать собранные средства в долгосрочные ценные бумаги. В результате они инвестируют значительные средства в корпоративные акции и облигации. Фактически пенсионные фонды являются крупнейшими среди институциональных инвесторов держателями корпоративных акций.

Страховые компании. Существует два типа страховых компаний: компании, специализирующиеся на страховании имущества, и компании, занимающиеся страхованием жизни. В обмен на периодические платежи от тех, кого они страхуют, они обеспечивают им предоставление выплат

при возникновении соответствующего несчастного случая. На основании средств, получаемых в качестве премиальных выплат, страховые компании формируют свои резервы, которые наряду с определенной частью их капитала инвестируются в финансовые активы.

Компании, специализирующиеся на страховании имущества, обеспечивают страхование на случай пожара, кражи, автомобильной аварии и подобных несчастных случаев. Поскольку эти компании платят налоги по полной ставке корпоративного налога на прибыль, они инвестируют значительные средства в муниципальные облигации, процентный доход по которым не облагается налогом. Несколько меньшие средства они инвестируют в корпоративные акции и облигации.

Компании, занимающиеся страхованием жизни, обеспечивают страхование на случай смертельного исхода. Поскольку смертность значительной группы людей предсказать весьма несложно, эти компании имеют возможность инвестировать свои средства в долгосрочные ценные бумаги. Кроме того, доход этих учреждений частично освобождается от налогов благодаря формированию с течением времени определенных резервов. Таким образом, они стремятся к налогооблагаемым инвестициям, доходы от которых были бы выше, чем доходы от муниципальных облигаций, не облагаемых налогом. В результате компании, занимающиеся страхованием жизни, инвестируют значительные средства в корпоративные облигации. Большое значение имеют также ипотечные кредиты, часть из которых предоставляется фирмам.

3. Финансовые брокеры. Определенные финансовые учреждения выполняют необходимые брокерские функции.

Инвестиционные банки являются посредниками, занимающимися продажей корпоративных акций и облигаций. Когда какая-либо компания принимает решение привлечь средства, инвестиционный банк чаще всего покупает весь выпуск акций (оптом), а затем продает их инвесторам (в розницу). Поскольку инвестиционные банки постоянно занимаются предоставлением посреднических услуг тем, кто нуждается в средствах, и их поставщикам, то у них есть возможность продавать акции на более выгодных условиях, чем это способна сделать компания-эмитент. За эту услугу инвестиционные банки получают комиссионные в виде разницы между суммой, полученной от продажи ценных бумаг покупателям, и суммой, которую они платят компании-эмитенту.

Ипотечные банки занимаются покупкой и размещением ипотечных закладных, которые попадают либо непосредственно от частных лиц и фирм, либо — что более типично — от строительных компаний и агентов по недвижимости. В свою очередь, ипотечный банк отыскивает институциональных и прочих инвесторов для этих закладных. Несмотря на то, что ипотечные банки, как правило, не держат длительное время закладные в своих собственных портфелях, они обычно обслуживают закладные для конечных инвесторов. Это связано с получением платежей и решением проблем, касающихся неуплаты по долговым обязательствам. Именно за эти услуги они получают комиссионные.

ТЕМА 3. ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ

Годовая финансовая отчетность организации (за исключением бюджетных) включает следующие документы: Бухгалтерская отчетность состоит из бухгалтерского баланса, отчета о прибылях и убытках, приложений к ним и пояснительной записки (далее приложения к бухгалтерскому балансу и отчету о прибылях и убытках и пояснительная записка именуются пояснения к бухгалтерскому балансу и отчету о прибылях и убытках), а также аудиторского заключения, подтверждающего достоверность бухгалтерской отчетности организации, если она в соответствии с федеральными законами подлежит обязательному аудиту.

- Форма № 1 «Бухгалтерский баланс»;
- Форма № 2 «Отчет о прибылях и убытках»;
- Форма № 3 «Отчет об изменениях капитала»;
- Форма № 4 «Отчет о движении денежных средств»;
- Форма № 5 «Приложение к бухгалтерскому балансу»;
- Пояснительная записка;
- Аудиторское заключение, подтверждающие достоверность финансовой отчетности организации, если она в соответствии с федеральными законами подлежит обязательному аудиту.

Периодическая бухгалтерская отчетность состоит из бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках, если иное не установлено законодательством или учредителями организации.

Каждый документ финансовой отчетности должен содержать следующие данные: наименование документа, отчетная дата или отчетный период, за который составлена бухгалтерская отчетность; наименование организации, включая указание на ее организационно-правовую форму; формат представления числовых показателей финансовой отчетности. Содержание и формы бухгалтерского баланса, отчета о прибылях и убытках и другие отчетные формы применяются последовательно от одного отчетного периода к другому.

Финансовая отчетность должна быть составлена на русском языке в валюте Российской Федерации. Достоверной считается финансовая отчетность, сформированная и составленная исходя из правил, установленных нормативными актами системы нормативного регулирования бухгалтерского учета в Российской Федерации.

Формы финансовой отчетности, утвержденные Приказом Минфина России от 02.07.2010 г. № 66н, и их расшифровка представлены в Методических указаниях для практических занятий.

Вся информация, необходимая для финансового менеджера, может быть разделена на четыре группы показателей.

1. Первая группа характеризует общеэкономическое положение страны.

Эти показатели необходимы для прогнозирования внешних условий, в которых приходится работать фирме: объём доходов бюджета, объём расходов бюджета, дефицит бюджета, объём эмиссии денег, денежные доходы населения, вклады населения в банках, уровень инфляции, учётная ставка Центрального банка. Источники: данные государственной статистики, нормативные документы Центрального банка и Министерства финансов РФ, периодические издания (журналы «Рынок ценных бумаг», «Финансы», «Деньги и кредит», еженедельники «Коммерсант», «Эксперт» и др., информация, размещенная в Интернет.

2. Вторая группа характеризует положение отрасли.

Эти показатели необходимы для оперативной финансовой деятельности, для анализа деятельности конкурентов: индекс цен на продукцию, ставка налогообложения прибыли, общая стоимость активов (в том числе оборотных), общая сумма используемого капитала (в том числе собственного), объём реализованной продукции. Источники – публикации в специальных изданиях, платные бизнес-справки и т. д., информация, размещенная в Интернет.

3. Третья группа характеризует конъюнктуру финансового рынка.

Эти показатели необходимы для принятия решений по инвестиционным проектам, краткосрочным финансовым операциям и т. д.: котировки основных ценных бумаг (акции, облигации) на рынке, цены и объёмы сделок по основным видам ценных бумаг, сводный индекс динамики цен на фондовом рынке, депозитные и кредитные ставки коммерческих банков, официальные курсы отдельных валют. Источники – публикации коммерческих изданий, информация, размещенная в Интернет.

4. Четвёртая группа показателей формируется по данным управленческого и бухгалтерского учёта (финансовых отчётов).

Финансовая отчетность – это единая система данных об имущественном и финансовом положении организации и о финансовых результатах ее деятельности за отчетный период (месяц, квартал, год). Бухгалтерская отчетность составляется по данным бухгалтерского учета нарастающим итогом с начала отчетного года.

Финансовая отчетность служит основным источником информации о деятельности организации, как для руководства самой организации, так и для сторонних пользователей. На основе данных финансовой отчетности осуществляется финансовый анализ деятельности организации, технико-экономический анализ и принимаются управленческие решения.

Финансовые отчеты по своему назначению являются источником информации, поэтому они должны быть составлены по формам и в единицах, обеспечивающих возможность сравнения с показателями других организаций или той же организации за определенный период. Для всех организаций действуют единые формы бухгалтерской отчетности, эти формы и правила их заполнения утверждаются законодательно. Отчетным формам присуща как логическая, так и информационная взаимосвязь. В совокупности отчетные формы полностью и с разных сторон отражают деятельность организации и финансовые результаты за отчетный период.

Структура существующих форм соответствует требованиям международных стандартов бухгалтерского учета по составлению финансовой отчетности.

Принципы построения агрегированной отчетности предприятия (рис. 1)

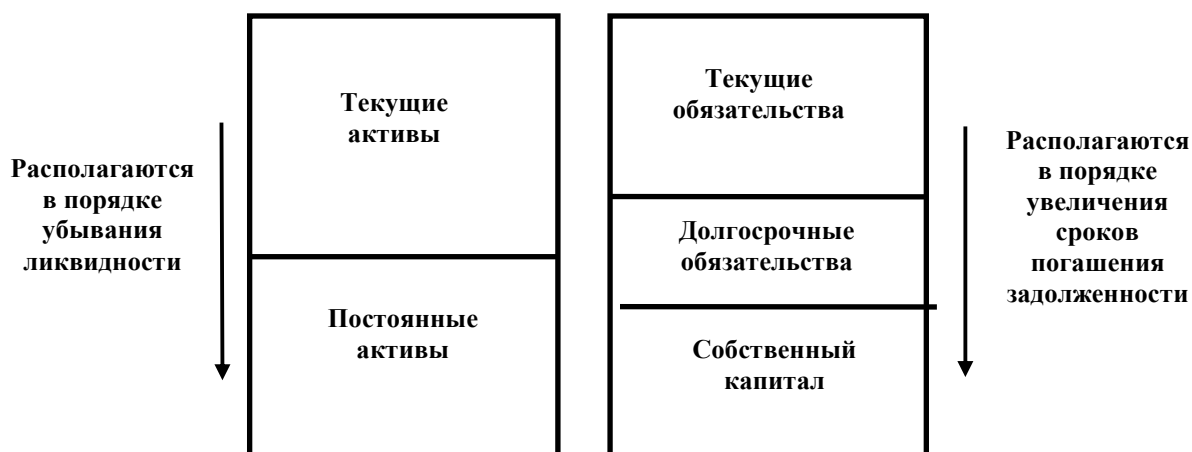


Рис. 1. Принципы построения агрегированного балансового отчета

Чтобы использовать Баланс для проведения анализа финансового состояния предприятия, рекомендуется преобразовать исходную его форму в агрегированный вид.

Агрегирование Баланса - это объединение однородных по экономическому содержанию статей Баланса. При этом *статьи актива Баланса перегруппировываются по степени их ликвидности*

Под ликвидностью активов понимают их способность превращения в денежную форму. Так, наиболее ликвидными являются денежные средства и ценные бумаги, а наименее ликвидными - основные средства. *Статьи пассива перегруппировываются по сроку погашения задолженности.*

Форма агрегированного баланса более удобна для чтения и проведения анализа, она позволяет выделить ключевые элементы, характеризующие состояние предприятия. Кроме того, подобная форма представления информации близка (методологически и терминологически) к используемым в мировой практике формам Балансовых отчетов.

Корректное агрегирование статей бухгалтерского Баланса является основой проведения качественного анализа. На основании статей агрегированного Баланса рассчитываются большинство показателей, используемых для характеристики финансового положения организации - коэффициенты ликвидности, финансовой устойчивости, оборачиваемости.

Рекомендуемый подход к агрегированию Баланса представлен в таблице 1.

Таблица 1. Агрегированный баланс предприятия

Раздел 1. Текущие активы	Раздел 3. Текущие обязательства
Денежные средства	Краткосрочные кредиты и займы
Краткосрочные финансовые вложения	Краткосрочная кредиторская задолженность
Краткосрочная дебиторская задолженность	Прочие текущие обязательства
Запасы	Раздел 4. Долгосрочные обязательства
Прочие текущие активы	Долгосрочные кредиты и займы
Раздел 2. Постоянные активы	Раздел 5. Собственный капитал
Нематериальные активы	Уставный капитал/Акционерный капитал
Основные средства	Добавочный капитал
Незавершенное строительство	Накопленный капитал
Долгосрочные финансовые вложения	Целевые поступления
Долгосрочная дебиторская задолженность	Реинвестированная прибыль

ТЕМА 4. ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Финансовый анализ включает:

- Оценку финансовых возможностей для определения стратегических целей;
- Распределение и оценку эффективности движения денежных потоков по видам деятельности (текущая, инвестиционная, финансовая);
- Определение дополнительной потребности в финансовых ресурсах и их источников (банковский кредит, эмиссия акций и облигаций, лизинг, товарный кредит и др.);
- Оценку эффективности финансовых и инвестиционных решений по показателям финансовой устойчивости, платежеспособности, доходности акций, деловой и рыночной активности компании.

Основные этапы финансового анализа :

Этап 1. Сбор и подготовка исходной информации.

Этап 2. Аналитическая обработка информации.

Этап 3. Интерпретация результатов.

Этап 4. Выводы и рекомендации.

Проведение финансового анализа деятельности предприятия предполагает следующие направления:

1. Общий анализ деятельности предприятия

- Характеристика видов деятельности предприятия
- Ассортимент продукции
- Показатели реализации, себестоимости и объемов производства
- Данные о реализации отдельных видов продукции в разрезе географических рынков и/или сегментов потребителей.
- Численность и ФЗП персонала по категориям работников
- Структура основных фондов
- Износ и загруженность основных производственных фондов
- Структура капитала предприятия
- Источники финансирования деятельности предприятия

2. Анализ финансовой отчетности

- Горизонтальный анализ финансовой отчетности предприятия
- Вертикальный анализ финансовой отчетности предприятия

3. Коэффициентный анализ

- Анализ ликвидности
- Анализ платежеспособности, финансовой устойчивости и структуры капитала
- Анализ деловой активности предприятия
- Анализ рентабельности
- Анализ рыночной активности и положения на рынке ценных бумаг
- Оценка уровня финансового и операционного риска.

Анализ финансовой отчетности предприятия

Анализ финансовых документов должен обеспечить информацией лиц, заинтересованных в объективной оценке экономического положения фирмы и возможных перспектив ее развития. Этими лицами являются:

- инвесторы, формирующие инвестиционные портфели;
- менеджеры, которым необходимо иметь представление об операционной и финансовой эффективности фирмы;
- кредиторы, желающие быть уверенными в кредитоспособности должников;
- профсоюзы, использующие результаты анализа для выработки экономической платформы требований, предъявляемых работодателям;
- контролирующие органы, действующие в рамках своей юрисдикции;
- исследователи, изучающие социально-экономические процессы, протекающие на предприятиях.

Анализ финансовых документов позволяет:

- сравнить результаты деятельности фирмы с результатами деятельности других фирм этой же отрасли;

- оценивать тенденции динамики финансового положения фирмы за определенный период.

Результаты анализа дают возможность менеджменту использовать сильные стороны финансового положения фирмы для достижения своих целей и своевременно устранять выявленные недостатки.

Финансовые документы позволяют оценить как положение фирмы в фиксированный момент времени, так и ее деятельность за определенный период в прошлом. Однако ценность финансовых документов заключается еще в том, что они позволяют прогнозировать будущие доходы. С точки зрения инвесторов прогнозирование будущих доходов и является главным назначением финансового анализа; с точки зрения менеджеров этот анализ позволяет еще прогнозировать будущие ситуации и планировать влияющие на них действия.

Наиболее распространенными инструментами анализа финансовых документов являются:

1. Горизонтальный и вертикальный анализ динамики содержащихся в них показателей;
2. Исследование потоков денежных средств;
3. Оценка различных аспектов финансового состояния фирмы с помощью системы коэффициентов.

Горизонтальный и вертикальный анализ

Финансовые отчеты дают ценную информацию о состоянии финансов фирмы.

Устойчивость этого состояния в значительной степени зависит от целесообразности и правильности вложения финансовых ресурсов в активы. Активы динамичны по своей природе. В процессе функционирования предприятия величина активов и их структура претерпевают непрерывные изменения. Наиболее общее представление об имевших место качественных изменениях в структуре средств и их источниках, а также динамике этих изменений можно получить с помощью горизонтального и вертикального анализа.

Ниже приведен пример горизонтального и вертикального анализа финансовых документов за трехлетний период для предприятия «Олимп»

Горизонтальный анализ отчетности заключается в построении одной или нескольких аналитических таблиц, в которых абсолютные показатели дополняются относительными темпами роста (снижения). Степень агрегированности показателей определяется аналитиком. Как правило, берутся темпы роста (или прироста) за ряд лет, что позволяет анализировать не только изменение отдельных показателей, но и прогнозировать их значения.

Ценность результатов горизонтального анализа существенно снижается в условиях инфляции.

Анализ финансовой деятельности предприятия с помощью системы коэффициентов

Этот вид анализа позволяет повысить надежность определения тенденций динамики финансового состояния независимо от того, носят они позитивный или негативный характер. Если с точки зрения инвесторов предсказание будущего в основном необходимо для прогнозирования доходов, то для менеджеров большую роль здесь играет еще возможность повысить эффективность принимаемых управленческих решений.

Хотя финансовые коэффициенты являются широко применяемым инструментом анализа, их возможности не следует переоценивать. При их использовании необходимо учитывать следующее.

- Поскольку каждый коэффициент характеризует соотношение двух величин, это соотношение должно иметь экономический смысл.
- Коэффициенты привязаны к определенным календарным датам прошлого периода, однако они должны служить базой для прогнозирования будущих ситуаций.
- Интерпретировать результаты коэффициентного анализа надо с большой осторожностью.

Необходимо отметить, что ни в отечественной, ни в зарубежной литературе нет единого подхода к выбору коэффициентов, используемых при анализе. Как правило, рекомендуется использовать четыре-пять групп коэффициентов, однако состав этих групп не регламентируется. Нет единообразия и в терминологии, используемой для определения этих коэффициентов и их групп. Наиболее часто встречающиеся термины с указанием источника приводятся ниже при рассмотрении соответствующих коэффициентов.

Коэффициенты ликвидности (Liquidity Ratios)

1. Коэффициент текущей (общей) ликвидности (current ratio) =

$$= \frac{\text{текущие активы}}{\text{текущие обязательства}}.$$

Коэффициент показывает, какая часть текущей задолженности может быть погашена в ближайшее время.

По международным стандартам этот коэффициент должен находиться в диапазоне от 1 до 2.

2. Коэффициент быстрой (срочной) ликвидности (quick ratio) =

$$= \frac{\text{денежные средства} + \text{краткосрочные фин. вложения} + \text{дебиторская задолженность}}{\text{текущие обязательства}}.$$

В этом коэффициенте учитывают только те активы, которые могут быть очень быстро превращены в наличные деньги.

По международным стандартам значение коэффициента быстрой ликвидности должно быть больше 1. В России его рекомендуемое значение лежит в диапазоне $0,7 \div 0,8$.

3. Коэффициент абсолютной ликвидности (cash ratio) =

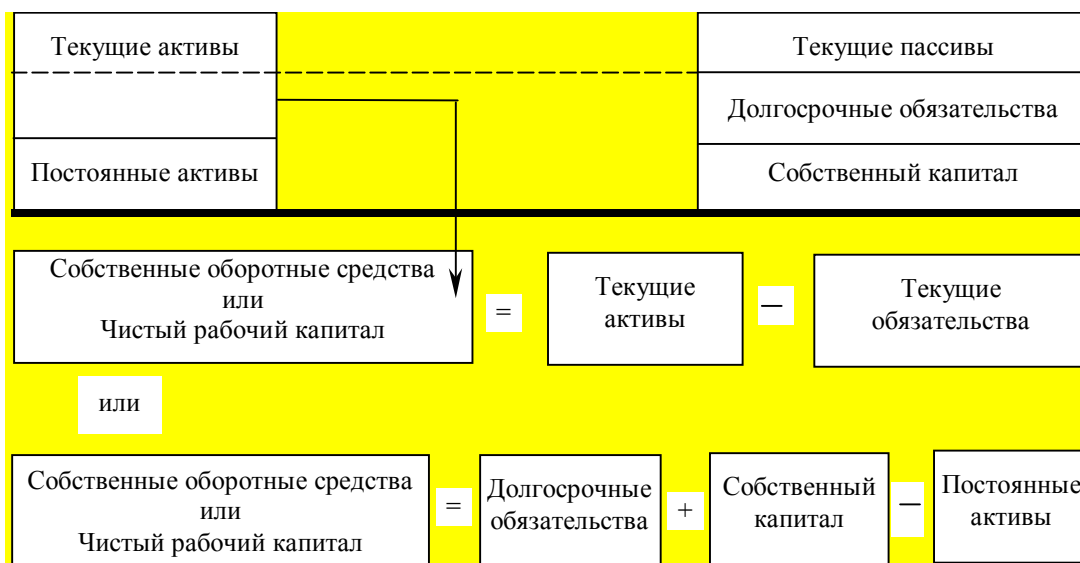
$$= \frac{\text{денежные средства} + \text{краткосрочные финансовые вложения}}{\text{текущие обязательства}}.$$

Как видим, здесь требования к ликвидности стоящих в знаменателе активов еще выше.

В России для этого коэффициента принято значение $0,20 \div 0,25$. В других странах его значение не регламентируется.

Собственные оборотные средства (net working capital)

Собственные оборотные средства (чистый оборотный капитал, чистый рабочий капитал, – *Net working capital*) – это разность между оборотными текущими активами предприятия и его текущими обязательствами.



Коэффициенты деловой активности (Efficiency Ratios)

В литературе встречаются следующие названия для группы этих коэффициентов:

- коэффициенты использования средств;
- коэффициенты деловой активности;
- коэффициенты управления активами;
- efficiency ratios;
- efficiency (turnover) ratios.

Ниже рассматриваются пять коэффициентов этой группы.

1. Коэффициент оборачиваемости активов (total assets turnover) =

$$= \frac{\text{выручка}}{\text{среднегодовая сумма активов}}.$$

Коэффициент характеризует эффективность использования фирмой всех имеющихся ресурсов, независимо от источников их получения. Рекомендуется сравнивать со среднеотраслевыми значениями.

2. Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности =

$$= \frac{\text{выручка}}{\text{среднегодовая стоимость дебиторской задолженности}}.$$

Коэффициент показывает, сколько раз в среднем дебиторская задолженность превращалась в денежные средства в течение отчетного периода. Полезно сравнить с коэффициентом оборачиваемости кредиторской задолженности.

3. Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности =

$$= \frac{\text{себестоимость реализованной продукции}}{\text{среднегодовая стоимость кредиторской задолженности}}.$$

Коэффициент показывает, сколько требуется оборотов для оплаты представленных фирме счетов.

4. Коэффициент оборачиваемости материально-технических запасов (МТЗ)

$$(\text{inventoryturnover}) = \frac{\text{себестоимость реализованной продукции}}{\text{среднегодовая стоимость МТЗ}}.$$

Коэффициент отражает скорость использования запасов. Чем он выше, тем более ликвидную структуру имеют оборотные средства. Полезно сравнивать величину этого коэффициента с его значением у конкурентов.

5. Фондоотдача (return on total assets) =

$$= \frac{\text{выручка}}{\text{среднегодовая стоимость основных средств}}$$

Коэффициент показывает эффективность использования основных средств.

Операционный, производственный и финансовый цикл (operating, inventory conversion period, cash conversion cycle)

В процессе производственной деятельности предприятие покупает сырье и материалы, производит продукцию и продает ее. Если продукция продается в кредит, образуется дебиторская задолженность, которая через некоторое время превращается в денежные средства.

В свою очередь, покупая сырье и материалы, предприятие также оплачивает покупку не сразу, в результате чего возникает кредиторская задолженность. Таким образом происходит кругооборот текущих активов (оборотных средств), в процессе которого их отдельные элементы превращаются в другие.

Большое влияние на состояние оборотных средств оказывает их оборачиваемость, характеризующая скорость оборота.

Основными показателями при анализе являются:

- оборачиваемость оборотных средств;
- период их оборота.

При управлении оборотными средствами широко используются понятия «операционный цикл», «производственный цикл», «финансовый цикл».

Операционный цикл – период времени, началом которого является момент поступления на предприятие сырья и материалов, а окончанием – момент поступления от клиента денег за проданный ему товар.

Производственный цикл начинается с момента поступления сырья и материалов на склад предприятия и заканчивается в момент отгрузки покупателю продукции, которая была изготовлена из этого сырья и материалов.

Финансовый цикл начинается с момента оплаты поставщикам стоимости закупленных материалов (погашение кредиторской задолженности) и заканчивается в момент получения денег от покупателя за отгруженную продукцию (погашение дебиторской задолженности).

Из вышеприведенного рисунка очевидно равенство:

$$\boxed{\text{Финансовый цикл (дней)}} = \boxed{\text{Производственный цикл (дней)}} + \boxed{\text{Период оборота дебиторской задолженности (дней)}} - \boxed{\text{Период оборота кредиторской задолженности (дней)}}$$

Таким образом, оборотные средства (текущие активы) (*working capital*) – это средства, инвестируемые фирмой в свои текущие операции во время каждого операционного цикла.

Коэффициенты рентабельности (*profitability ratios*)

Коэффициенты этой группы показывают, насколько прибыльна деятельность компании.

1. Коэффициент рентабельности активов (*return on assets*) =

$$= \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{среднегодовая стоимость активов}}.$$

Коэффициент является одним из наиболее важных показателей конкурентоспособности предприятия. Его величину рекомендуется сравнивать со среднеотраслевыми значениями.

2. Коэффициент рентабельности реализации

а) коэффициент рентабельности реализации, рассчитанный по чистой прибыли

$$= \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{выручка}}.$$

б) коэффициент рентабельности реализации, рассчитанный по операционной прибыли

$$= \frac{\text{операционная прибыль}}{\text{выручка}}.$$

в) коэффициент рентабельности реализации, рассчитанный по валовой прибыли

$$= \frac{\text{валовая прибыль}}{\text{выручка}}.$$

В экономической литературе рассматриваемые коэффициенты принято называть соответственно:

- нормой чистой прибыли (а);
- нормой операционной прибыли (б);
- нормой валовой прибыли (в).

Они характеризуют эффективность производства, реализации и финансовой деятельности.

Норму чистой прибыли следует анализировать вместе с нормой валовой и операционной прибыли. Это дает возможность оценить эффективность управления финансами.

Так, если норма чистой прибыли снижается, а норма валовой и операционной прибыли стабильны, это означает, что финансовая сторона деятельности фирмы ухудшилась.

3. Коэффициент рентабельности собственного капитала (*return on equity*) =

$$= \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{среднегодовая стоимость собственного капитала}}.$$

Коэффициент позволяет определить эффективность использования капитала, инвестированного собственниками. Следует сравнить значение этого коэффициента с нормой доходности альтернативных вложений средств.

Коэффициенты платежеспособности и структуры капитала (*leverage ratios*)

В литературе встречаются следующие названия группы рассматриваемых коэффициентов:

- коэффициенты платежеспособности и структуры капитала;
- коэффициенты структуры капитала и долгосрочной платежеспособности;
- коэффициенты финансовой устойчивости;
- коэффициенты управления источниками средств;
- leverage ratios;
- debt management ratios.

Коэффициенты этой группы характеризуют степень защищенности интересов кредиторов и инвесторов, имеющих долгосрочные вложения в имущество фирмы. Они дают представление о способности предприятия погашать долгосрочную задолженность.

1. **Коэффициент собственности** =

$$= \frac{\text{собственный капитал}}{\text{итог баланса}}.$$

Коэффициент характеризует соотношение интересов собственников предприятия и кредиторов. Достаточно высокое значение этого коэффициента (порядка 0.60) свидетельствует о стабильном финансовом положении фирмы и положительно оценивается инвесторами и кредиторами.

2. **Коэффициент финансовой зависимости (total debt to equity)** =

$$= \frac{\text{заемный капитал}}{\text{собственный капитал}}.$$

Чем больше значение этого коэффициента, тем выше уровень риска возникновения ситуации, способной привести фирму к банкротству.

3. **Коэффициент покрытия процентов (interest coverage)** =

$$= \frac{\text{чистая прибыль} + \text{процентные платежи} + \text{налог на прибыль}}{\text{процентные платежи}}.$$

Коэффициент характеризует степень защищенности кредиторов от невыплаты процентов за предоставленный кредит. По величине коэффициента можно контролировать допустимый уровень снижения прибыли, используемой для выплаты процентов.

4. **Коэффициент концентрации заемного капитала (debt ratio)** =

$$= \frac{\text{заемный капитал}}{\text{все активы}}.$$

Коэффициент используется как один из показателей финансового рычага.

5. **Коэффициент, характеризующий отношение долгосрочного долга к собственному капиталу (long-term debt to equity)**

$$= \frac{\text{долгосрочный долг}}{\text{собственный капитал}}.$$

Коэффициент характеризует структуру капитала фирмы в долгосрочном периоде и является одним из показателей финансового рычага.

ТЕМА 5. ДИАГНОСТИКА ВЕРОЯТНОСТИ НАСТУПЛЕНИЯ БАНКРОТСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ

В зарубежной и российской экономической литературе предлагается несколько отличающихся методик и математических моделей диагностики вероятности наступления банкротства коммерческих организаций. Первые исследования аналитических коэффициентов для предсказания возможных осложнений в финансовой деятельности компаний проводились в США ещё в начале тридцатых годов. В современной практике финансово-хозяйственной деятельности зарубежных фирм для оценки вероятности банкротства наиболее широкое применение получили модели, разработанные Э. Альтманом и У. Бивером.

Однако, как отмечают многие российские авторы, многочисленные попытки применения иностранных моделей прогнозирования банкротства в отечественных условиях не принесли достаточно точных результатов. Были предложены различные способы адаптации «импортных» моделей к российским хозяйственным условиям, в частности «Z-счёта» Э. Альтмана и двухфакторной математической модели. Новые методики диагностики возможного банкротства, предназначенные для отечественных предприятий, были разработаны О.П. Зайцевой, Р.С. Сайфуллиным и Г.Г. Кадыковым. Кроме того, в Постановлении правительства Российской Федерации № 498 от 20.05.1994 была установлена официальная система критериев для оценки неплатежеспособности организаций, действовавшая до 1.03.1998 года.

Все системы прогнозирования банкротства, разработанные зарубежными и российскими авторами, включают в себя несколько (от двух до семи) ключевых показателей, характеризующих финансовое состояние коммерческой организации. На их основе в большинстве из названных методик рассчитывается комплексный показатель вероятности банкротства с весовыми коэффициентами у индикаторов.

Эти методики и модели должны позволять прогнозировать возникновение кризисной ситуации коммерческой организации заранее, ещё до появления её очевидных признаков. Такой подход особенно необходим, так как жизненные циклы коммерческих организаций в рыночной экономике коротки (4—5 лет).

В связи с этим коротки и временные рамки применения в них антикризисных стратегий, а в условиях уже наступившего кризиса организации их применение может привести к банкротству. Указанные методики должны позволять использовать различные антикризисные стратегии заранее, ещё до наступления кризиса коммерческой организации, с целью предотвращения этого кризиса.

Наиболее простой из методик диагностики банкротства является двухфакторная математическая модель, при построении которой учитывается всего два показателя: коэффициент текущей ликвидности и удельный вес заёмных средств в пассивах. На основе статистической обработки данных по выборке фирм в странах с рыночной экономикой были выявлены весовые коэффициенты для каждого из этих факторов. Для США данная модель выглядит следующим образом:

$$X = -0,3877 - 1,0736 * \begin{matrix} \text{Коэффициент} \\ \text{текущей} \\ \text{ликвидности} \end{matrix} + 0,0579 * \begin{matrix} \text{Доля заёмных} \\ \text{средств} \\ \text{в пассивах} \end{matrix}$$

*если $X > 0,3$, то вероятность банкротства велика;
если $-0,3 < X < 0,3$, то вероятность банкротства средняя;
если $X < -0,3$, то вероятность банкротства мала;
если $X = 0$, то вероятность банкротства равна 0,5.*

Применение данной модели для российских условий было исследовано в работах М.А. Федотовой, которая считает, что весовые коэффициенты следует скорректировать применительно к местным условиям, и что точность прогноза двухфакторной модели увеличится, если добавить к ней третий показатель — рентабельность активов. Однако новые весовые коэффициенты для отечественных предприятий ввиду отсутствия статистических данных по организациям-банкротам в России не были определены.

В Постановлении правительства Российской Федерации «О некоторых мерах по реализации законодательства о несостоятельности (банкротстве) предприятий», принятом в 1994 году, была установлена официальная система критериев для оценки неплатежеспособности предприятия, состоящая из четырёх коэффициентов: коэффициента текущей ликвидности, коэффициента обеспеченности собственными средствами, коэффициента утраты платежеспособности и коэффициента восстановления платежеспособности.

Если первые два из этих показателей соответствуют нормативным значениям (как минимум 2 и 0,1 соответственно), то на основе динамики коэффициента текущей ликвидности рассчитывается третий показатель — коэффициент утраты платежеспособности ($K_{уп}$), который оценивает, сможет ли предприятие в ближайшие три месяца выполнить свои обязательства перед кредиторами:

$$K_{уп} = \frac{K_{\text{тл.факт.}} + \frac{3}{T} * (K_{\text{тл.факт.}} - K_{\text{тл.нач.}})}{K_{\text{тл.норм.}}}$$

где T — отчётный период в месяцах;

$K_{\text{тл. факт.}}$ — фактическое значение коэффициента текущей ликвидности в конце отчётного периода;

$K_{\text{тл. нач.}}$ — значение коэффициента текущей ликвидности в начале отчётного периода;

$K_{\text{тл. норм.}}$ — нормативное значение коэффициента текущей ликвидности.

Если $K_{уп} < 1$, то в ближайшие 3 месяца платежеспособность утратится, а если $K_{уп} \geq 1$, то в течение 3 месяцев предприятие будет платежеспособным.

Если же структура баланса по первым двум приведённым показателям признаётся неудовлетворительной, то рассчитывается коэффициент восстановления платежеспособности ($K_{вп}$) за период, равный шести месяцам:

$$K_{\text{вп}} = \frac{K_{\text{тл.факт.}} + \frac{6}{T} * (K_{\text{тл.факт.}} - K_{\text{тл.нач.}})}{K_{\text{тл.норм.}}}$$

Если $K_{\text{вп}} < 1$, то организация за 6 месяцев не восстановит платежеспособность, а если $K_{\text{вп}} \geq 1$, то организация в течение 6 месяцев восстановит платежеспособность.

В ходе практического применения этих критериев был выявлен ряд недостатков вышеуказанной системы.

Наиболее точными в условиях рыночной экономики являются многофакторные модели прогнозирования банкротства, которые обычно состоят из пяти-семи финансовых показателей. В практике зарубежных финансовых организаций для оценки вероятности банкротства наиболее часто используется так называемый «Z-счёт» Э. Альтмана, который представляет собой пятифакторную модель, построенную по данным успешно действующих и обанкротившихся промышленных предприятий США. Итоговый коэффициент вероятности банкротства Z рассчитывается с помощью пяти показателей, каждый из которых был наделён определённым весом, установленным статистическими методами:

$$Z\text{-счёт} = 1,2 * K_1 + 1,4 * K_2 + 3,3 * K_3 + 0,6 * K_4 + K_5$$

где K_1 — доля чистого оборотного капитала в активах;

K_2 — отношение накопленной прибыли к активам;

K_3 — рентабельность активов;

K_4 — отношение рыночной стоимости всех обычных и привилегированных акций предприятия к заёмным средствам (или отношение уставного капитала к заёмным средствам);

K_5 — оборачиваемость активов.

В зависимости от значения «Z-счёта» по определённой шкале производится оценка вероятности наступления банкротства в течение двух лет:

если $Z < 1,81$, то вероятность банкротства очень велика;

если $1,81 < Z < 2,675$, то вероятность банкротства средняя;

если $Z = 2,675$, то вероятность банкротства равна 0,5.

если $2,675 < Z < 2,99$, то вероятность банкротства невелика;

если $Z > 2,99$, то вероятность банкротства ничтожна.

Позднее, в 1978 году, Э. Альтман разработал подобную, но более точную модель, позволяющую прогнозировать банкротство на горизонте в пять лет с точностью в семьдесят процентов. В этой модели используются следующие показатели:

- рентабельность активов;
- динамика прибыли;
- коэффициент покрытия процентов;
- отношение накопленной прибыли к активам;
- коэффициент текущей ликвидности;
- доля собственных средств в пассивах;
- стоимость активов предприятия.

У. Бивер предложил пятифакторную систему для оценки финансового состояния предприятия с целью диагностики банкротства, содержащую следующие индикаторы:

- рентабельность активов;
- удельный вес заёмных средств в пассивах;
- коэффициент текущей ликвидности;
- доля чистого оборотного капитала в активах;

- коэффициент Бивера = (Чистая прибыль + Амортизация)/Заёмные средства.

Бивер изучал проблемы фирм, связанные с неспособностью выполнять свои финансовые обязательства (или сложностями с погашением задолженности в установленные сроки). Он создавал базу данных, которую использовал потом в своей модели для статистического тестирования надежности 30 финансовых коэффициентов. Среднее значение данных показателей у фирм, не имевших финансовых проблем, сравнивалось с величиной показателей у компаний, которые позже обанкротились.

Среднее значение рассматриваемого коэффициента у фирм, которые позже обанкротились, отличается от величины того же самого показателя у преуспевающих предприятий, сохранивших способность платить по своим краткосрочным обязательствам. Среднее значение данного коэффициента у обанкротившихся через пять лет фирм равно приблизительно 0,20, в то время как у «успешных» фирм оно достигает почти 0,45. Более того, в компаниях-банкротах этот показатель уменьшается с довольно высокой скоростью: за пять лет до краха он составляет в среднем 0,20; за два года до банкротства коэффициент имеет уже умеренно отрицательное значение, которое в течение года уменьшается до – 0,18. В то же самое время у платежеспособных компаний названный коэффициент практически не изменился, его уровень постоянно превышал 0,40.

В своих исследованиях Бивер опирался на 30 финансовых коэффициентов с различной степенью значимости для прогнозирования финансового будущего предприятий. Коэффициент отношения cash flow к общей сумме задолженности является одним из наиболее статистически надежных показателей.

Степень риска потери платежеспособности по критерию У. Бивера в зависимости от значения коэффициента Бивера (N)

Высокий риск потери платежеспособности	Значение $N \leq 0,17$
Средний риск потери платежеспособности	$0,17 < 2N \leq 0,4$
Низкий риск потери платежеспособности	Значение $N > 0,4$

Р.С. Сайфуллин и Г.Г. Кадыков предложили использовать для оценки финансового состояния предприятий рейтинговое число:

$$R = 2 * K_0 + 0,1 * K_{мл} + 0,08 * K_u + 0,45 * K_m + K_{пр}$$

где K_0 — коэффициент обеспеченности собственными средствами (коэффициент собственности);
 $K_{мл}$ — коэффициент текущей ликвидности;
 K_u — коэффициент оборачиваемости активов;
 K_m — коммерческая маржа (рентабельность реализации продукции);
 $K_{пр}$ — рентабельность собственного капитала.

При полном соответствии финансовых коэффициентов их минимальным нормативным уровням рейтинговое число будет равно единице и организация имеет удовлетворительное состояние экономики. Финансовое состояние предприятий с рейтинговым числом менее единицы характеризуется как неудовлетворительное.

В шестифакторной математической модели О.П. Зайцевой предлагается использовать следующие частные коэффициенты:

- Куп — коэффициент убыточности предприятия, характеризующийся отношением чистого убытка к собственному капиталу;
- Кз — соотношение кредиторской и дебиторской задолженности;
- Кс — показатель соотношения краткосрочных обязательств и наиболее ликвидных активов, этот коэффициент является обратной величиной показателя абсолютной ликвидности;
- Кур — убыточность реализации продукции, характеризующийся отношением чистого убытка к объёму реализации этой продукции;

- К_{фр} — соотношение заёмного и собственного капитала;
- К_{заг} — коэффициент загрузки активов как величина, обратная коэффициенту оборачиваемости активов.

Комплексный коэффициент банкротства рассчитывается по формуле со следующими весовыми значениями:

$$K_{\text{компл}} = 0,25 * K_{\text{уп}} + 0,1 * K_3 + 0,2 * K_c + 0,25 * K_{\text{ур}} + 0,1 * K_{\text{фр}} + 0,1 * K_{\text{заг}}$$

Весовые значения частных показателей для коммерческих организаций были определены экспертным путём, а фактический комплексный коэффициент банкротства следует сопоставить с нормативным, рассчитанным на основе рекомендуемых минимальных значений частных показателей:

$$K_{\text{уп}} = 0; K_3 = 1; K_c = 7; K_{\text{ур}} = 0; K_{\text{фр}} = 0,7; K_{\text{заг}} = \text{значение } K_{\text{заг}} \text{ в предыдущем периоде.}$$

Если фактический комплексный коэффициент больше нормативного, то вероятность банкротства велика, а если меньше — то вероятность банкротства мала.

ТЕМА 6. УПРАВЛЕНИЕ ТЕКУЩИМИ (ОБОРОТНЫМИ) АКТИВАМИ

Оборотные средства включают:

- денежные средства и ценные бумаги;
- авансы выданные;
- дебиторская задолженность;
- запасы (сырье, материалы, незавершенное производство, готовая продукция).

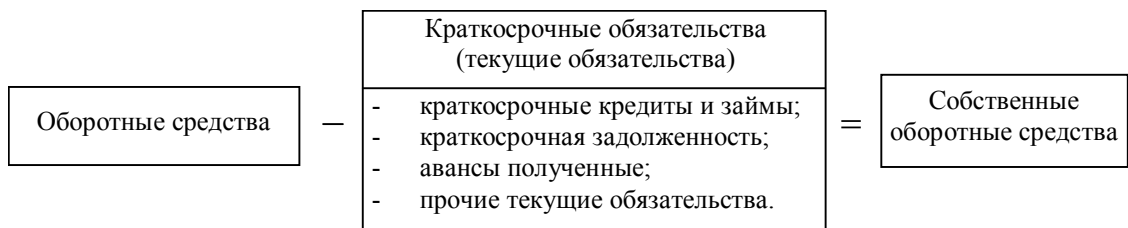
Анализ оборотных средств имеет своей целью:

- оценить эффективность использования ресурсов в оперативной деятельности предприятия;
- определить ликвидность баланса предприятия, т. е. возможность своевременно погасить краткосрочные обязательства;
- выяснить, во что вкладываются оборотные средства предприятия в течении операционного цикла.

Величина оборотных средств должна быть минимальной, но давать возможность фирме работать бесперебойно. Важной их характеристикой является ликвидность.

Величина собственных оборотных средств (*net working capital*) отражает долю принадлежащих предприятию средств в его текущих активах. Это один из основных показателей финансовой устойчивости.

Величина и структура текущих активов должны соответствовать потребностям предприятия, отраженным в бюджете.



Структура оборотных средств — это доля каждого элемента в общем их составе. Структура оборотных средств отражает специфику операционного цикла. Величина и структура оборотных средств влияет на их оборачиваемость и длительность финансового цикла. Эффективное управление оборотными средствами позволяет установить их оптимальный уровень.

Недостаток оборотных средств может привести к следующим последствиям:

1. Задержкам в снабжении сырьём и материалами. В свою очередь, это приводит к росту продолжительности производственного цикла и увеличению затрат.

2. Снижению объёма продаж из-за недостатка готовой продукции.

3. Дополнительным затратам при поиске источников финансирования.

Избыток оборотных средств может привести к следующим последствиям:

1. К порче запасов.

2. К росту расходов на хранение излишков запасов.
3. Должники могут отказаться платить или обанкротиться.
4. Банки, которые хранят денежные средства, могут обанкротиться.
5. Большие запасы увеличивают налог на имущество.
6. Инфляция может значительно уменьшить реальную стоимость дебиторской задолженности и денежных средств.

При управлении оборотными средствами используются следующие показатели.

1. Величина текущих активов и собственных оборотных средств.
2. Структура оборотных средств.
3. Оборачиваемость оборотных средств и их отдельных элементов.
4. Рентабельность текущих активов.
5. Длительность финансового цикла.

Политика управления оборотными средствами включает два основных вопроса:

- 1) Какой уровень оборотных средств приемлем?
- 2) За счет каких источников их можно финансировать?

Политика управления оборотным капиталом должна основываться на компромиссе между риском потери ликвидности и эффективностью работы. Это сводится к решению двух важнейших задач:

- обеспечение платёжеспособности;
- обеспечение приемлемого объёма, структуры и рентабельности активов.

Поиск путей достижения компромисса между прибылью, риском потери ликвидности, состоянием оборотных средств и источников их покрытия связан с оценкой различных видов риска. В теории финансового менеджмента принято различать два вида риска: левосторонний риск и правосторонний риск.

Левосторонний риск обусловлен возможностью потери ликвидности из-за изменений в текущих активах. Поскольку активы размещаются в левой части баланса, риск называется левосторонним.

К числу явлений, порождающих левосторонний риск, следует отнести:

- недостаточность денежных средств;
- чрезмерную дебиторскую задолженность;
- недостаточность производственных запасов;
- излишний объем текущих активов.

Правосторонний риск связан с изменениями в обязательствах (пассивы размещаются в правой части баланса).

К числу явлений, потенциально несущих в себе правосторонний риск, следует отнести:

- высокий уровень кредиторской задолженности;
- неудачное сочетание между краткосрочными и долгосрочными источниками заёмных средств (краткосрочные заёмные средства повышают уровень риска больше, чем долгосрочные);
- слишком большую долю долгосрочного заёмного капитала.

Существуют различные способы управления риском. К числу наиболее распространенных следует отнести следующие три способа.

1. **Минимизация краткосрочной кредиторской задолженности.** Это снижает вероятность потери ликвидности, но требует привлечения долгосрочных источников и собственного капитала для финансирования большей части оборотного капитала.

2. **Минимизация совокупных издержек финансирования.** В этом случае основным источником финансирования – дешёвая краткосрочная кредиторская задолженность. Вероятность невыполнения обязательств здесь увеличивается.

3. **Максимизация полной стоимости фирмы.** Здесь любые решения в области управления оборотным капиталом, способствующие повышению цены предприятия, считаются целесообразными.

Стратегии финансирования оборотных средств

Способ и источники финансирования оборотных средств предприятия определяется в рамках стратегии финансирования оборотных средств.

При $OK=0$ риск потери ликвидности максимален. При $OK=M$ риск равен 0. Теоретически значение M может быть достигнуто при отсутствии краткосрочной кредиторской задолженности.

В зависимости от отношения финансового менеджера к выбору источника финансирования текущих активов, различают четыре модели поведения:

- идеальная;
- агрессивная;
- консервативная;
- компромиссная.

Сущность каждой из них будет рассматриваться ниже. Для удобства вводятся следующие обозначения (рис. 6.1):

ВА – внеоборотные активы;
 ТА – текущие активы;
 НЧ – постоянная (неизменная) часть текущих активов;
 МЧ – переменная (меняющаяся) часть текущих активов;
 ТО – текущие обязательства
 ДЗ – долгосрочный заёмный капитал;
 СК – собственный капитал;
 ДП – долгосрочные пассивы;
 ОК – чистый оборотный капитал.
 Очевидны равенства:
 $ТА = НЧ + МЧ$, $ДП = СК + ДЗ$, $ОК = ТА - КЗ$.

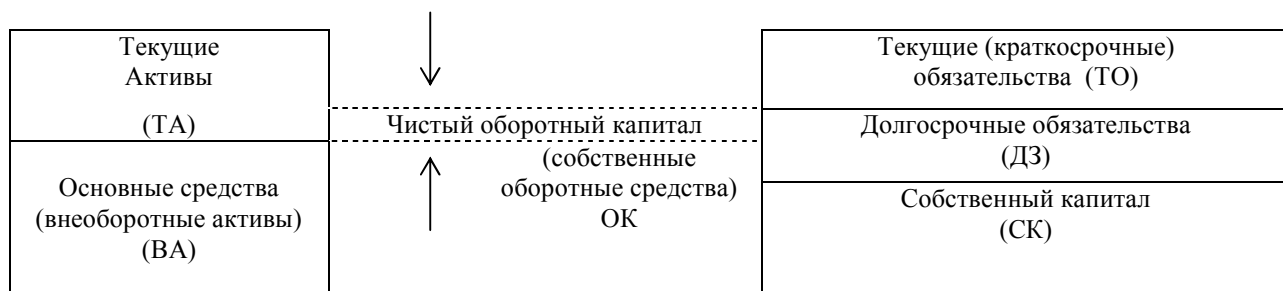


Рис. 6.1. Активы и источники их покрытия

Идеальная модель управления (Модель согласования по срокам)

Здесь проявляется стремление согласовать сроки существования активов и используемых для их покрытия обязательств по группам. В этой модели каждая категория активов должна быть соотнесена с финансовым инструментом, срок погашения которого соотносится с временными рамками потребностей в тех или иных средствах. Одним из способов финансирования в данной модели представляется финансирование текущих активов за счет краткосрочных кредитов (за вычетом спонтанного финансирования – кредиторской задолженности). Очевидно, что в этом случае $ОК = 0$. На практике подобная ситуация практически не встречается. Ликвидность такой модели крайне низка. При неблагоприятных условиях для того, чтобы рассчитаться с кредиторами, предприятию может потребоваться продать часть основных средств.

Суть стратегии заключается в том, что долгосрочные пассивы устанавливаются на уровне внеоборотных активов. Базовое балансовое уравнение имеет вид:

$$ДП = ВА.$$

Статическое представление

ТА	ТО
ВА	ДЗ
	СК

Динамическое представление

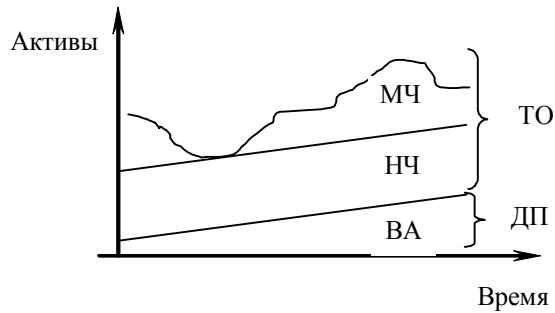


Рис. 6.2. Идеальная модель управления

Второй вариант реализации данной модели заключается в том, что лишь кратковременные колебания будут финансироваться с помощью краткосрочных займов. Таким образом, дополнительные финансовые средства привлекаются только тогда, когда в них есть необходимость. Потребности финансирования неизменной части текущих активов в этом случае обеспечиваются с помощью долгосрочных обязательств и выпуска акций. В этом случае фирма использует в большей степени агрессивную модель финансирования оборотных активов предприятия

Агрессивная модель управления

В этом случае долгосрочные пассивы служат источником покрытия внеоборотных активов и неизменной части текущих активов, т. е. того минимума, который необходим для осуществления хозяйственной деятельности. Здесь $ОК=НЧ$. Меняющаяся часть текущих активов покрывается краткосрочными обязательствами.

С точки зрения ликвидности эта модель также связана со значительным риском, так как ограничиваться лишь минимумом текущих активов опасно. Базовое балансовое уравнение имеет вид:

$$ДП = ВА + НЧ.$$

Статическое представление

МЧ	ТО
НЧ	ДЗ
ВА	СК

Динамическое представление

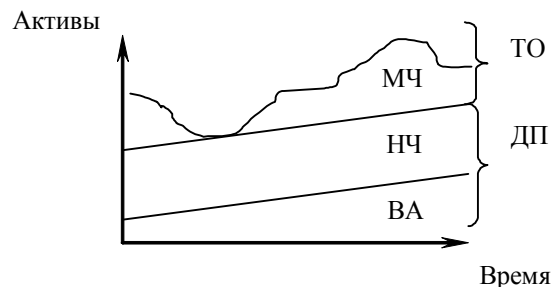


Рис. 6.3. Агрессивная модель управления

Однако существуют разные уровни агрессии. Фирма может применять более жесткую политику и финансировать лишь часть неизменных текущих активов за счет долгосрочных обязательств. Другая часть неизменных текущих активов финансируется за счет краткосрочных кредитов. Другим вариантом может быть высокоагрессивная политика, при которой все текущие активы и часть постоянных активов финансируется за счет краткосрочных обязательств. Проводя подобную политику, фирма может попасть в

такую ситуацию, что будет вынуждена согласиться с повышением процентной ставки при возобновлении кредита в случае невозможности его погашения. Но тем не менее цена краткосрочного кредита в большинстве случаев меньше, чем цена долгосрочного и фирмы жертвуют надежностью ради получения дополнительной прибыли.

Консервативная модель управления

Здесь переменная часть текущих активов также покрывается долгосрочными пассивами. Краткосрочная задолженность отсутствует. Нет риска потери ликвидности. Чистый оборотный капитал равен текущим активам ($ОК = ТА$). Базовое балансовое уравнение имеет вид:

$$ДП = ВА + НЧ + МЧ.$$

Статическое представление

МЧ	ДЗ
НЧ	ССК
ВА	

Динамическое представление

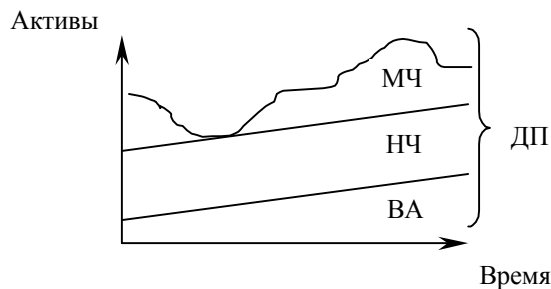


Рис. 6.4. Консервативная модель управления

Компромиссная модель управления

Эта наиболее реальная модель, представляет собой трансформацию консервативной модели.

Здесь внеоборотные активы, неизменная часть текущих активов и примерно половина меняющейся части текущих активов покрываются долгосрочными пассивами. Часть меняющихся текущих активов финансируется за счет спонтанного финансирования (кредиторской задолженности) и лишь в редких случаях фирма использует краткосрочные кредиты, когда потребность в оборотных средствах достигает пика. В период затишья денежные средства сохраняются в виде высоколиквидных ценных бумаг, которые в случае возникновения финансовых потребностей, превышающих обычный уровень, будут обращены в денежные средства. Это политика с минимальной долей риска.

Имеет место соотношение:

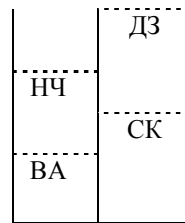
$$ОК = НЧ + 0,5 МЧ.$$

Базовое балансовое уравнение:

$$ДП = ВА + НЧ + 0,5 МЧ.$$

Статическое представление

МЧ	КЗ
----	----



Динамическое представление

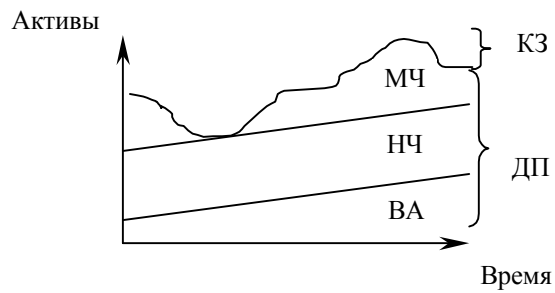


Рис. 6.5. Компромиссная модель управления

ТЕМА 7. УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Анализ потоков денежных средств

Выделяют три наиболее важных показателя деятельности предприятия (рис. 7.1):

- Выручка от реализации
- Прибыль
- Поток денежных средств

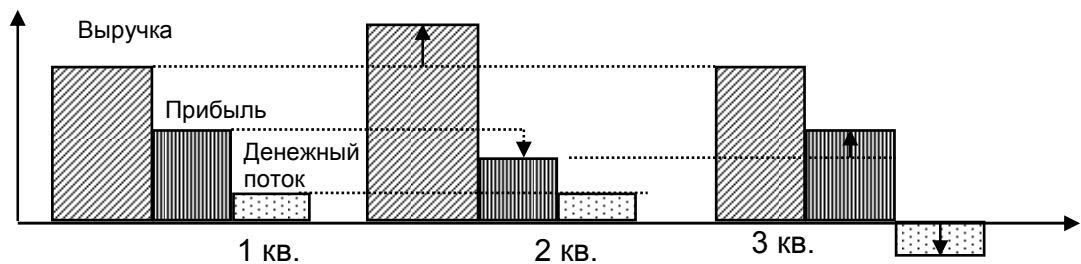


Рис.7.1. Основные показатели деятельности предприятия

Процесс формирования потока денежных средств представлен на рис. 7.2.

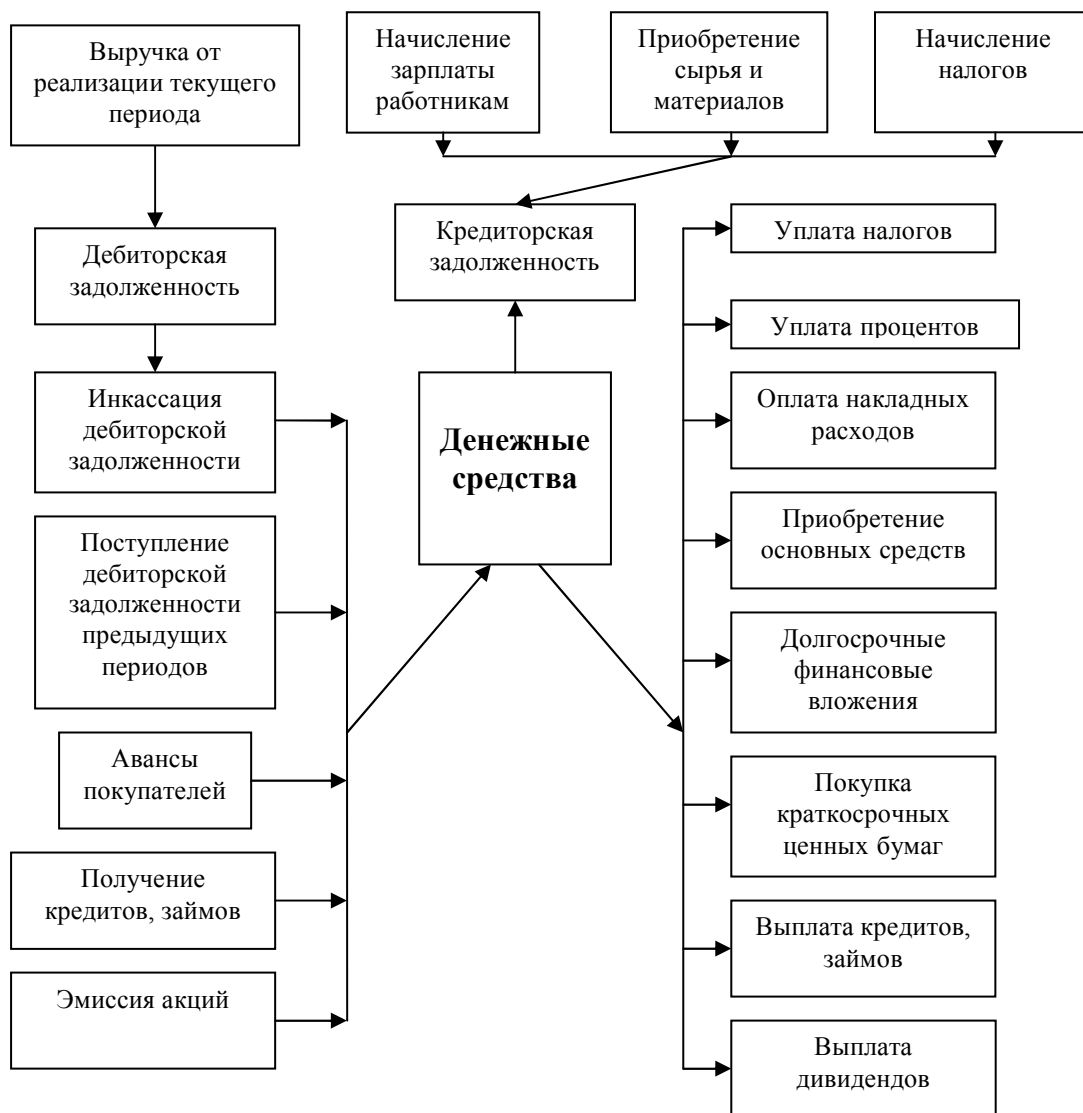


Рис. 7.2. Процесс формирования потока денежных средств

Управление движением денежных средств включает задачи:

- учет движения денежных средств;
- анализ потоков денежных средств;
- составление бюджета денежных средств.

При анализе потоки денежных средств рассматриваются по трем видам деятельности: *основной, инвестиционной и финансовой*.

Потоки денежных средств от основной деятельности (ПО). Денежные средства, полученные от основной деятельности, обеспечивают выполнение основных производственно-коммерческих функций (рис. 7.3).

Основная деятельность предприятия является главным источником денежных средств.

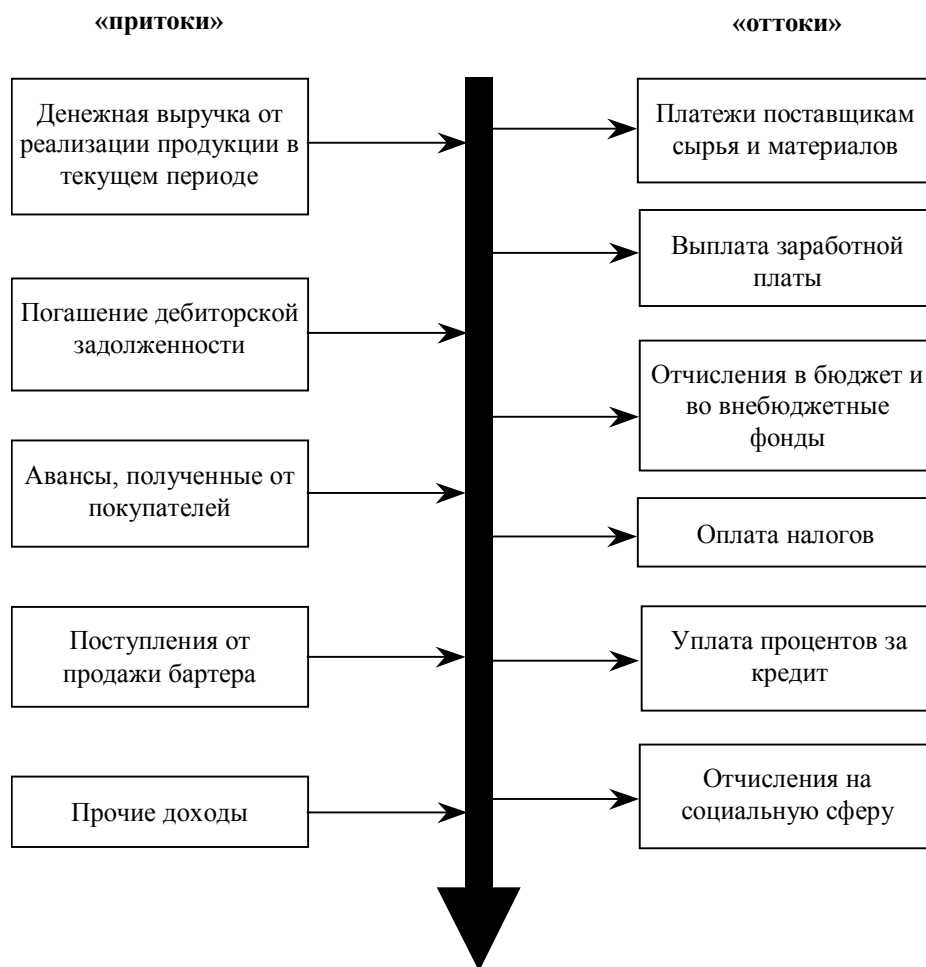


Рис. 7.3. Потоки денежных средств от основной деятельности

Поток денежных средств от инвестиционной деятельности (ПИ). Инвестиционная деятельность вызывает потоки денежных средств, связанные с приобретением и продажей долгосрочных активов, а также с получением доходов от инвестиций (рис. 7.4).

Поскольку предприятия стремятся расширяться и модернизировать производство, инвестиционная деятельность в целом в определенный момент приводит к оттоку денежных средств.

Поток денежных средств от финансовой деятельности (ПФ). Финансовая деятельность с одной стороны обеспечивает поступление денежных средств в результате получения кредитов или эмиссии акций, а с другой – вызывает их отток, что связано с погашением задолженности по ранее полученным кредитам и выплатой дивидендов (рис. 7.5).

Финансовая деятельность направлена на увеличение имеющихся в распоряжении компании денежных средств для обеспечения основной и инвестиционной деятельности.

Совокупный денежный поток (СДП) – это разность между всеми поступлениями и всеми расходами или разность между остатками денежных средств на конец и начало отчетного периода.

$$\text{СДП} = \text{ПО} + \text{ПИ} + \text{ПФ}$$

$$\text{ДС}_{\text{конец}} - \text{ДС}_{\text{начало}} = \text{СДП}$$

Совокупный денежный поток показывает, какие денежные средства будут доступны для фирмы в конце отчетного периода.

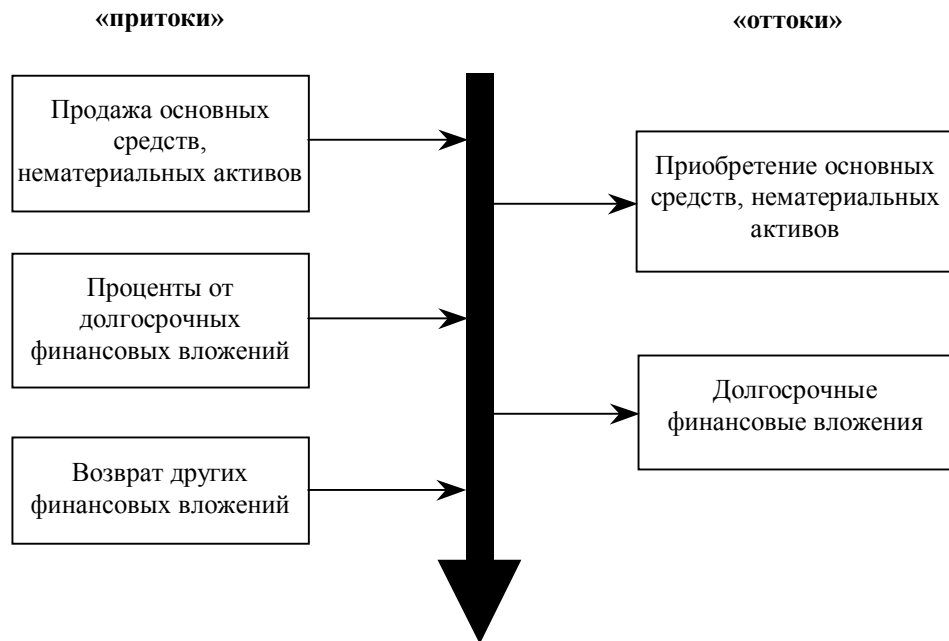
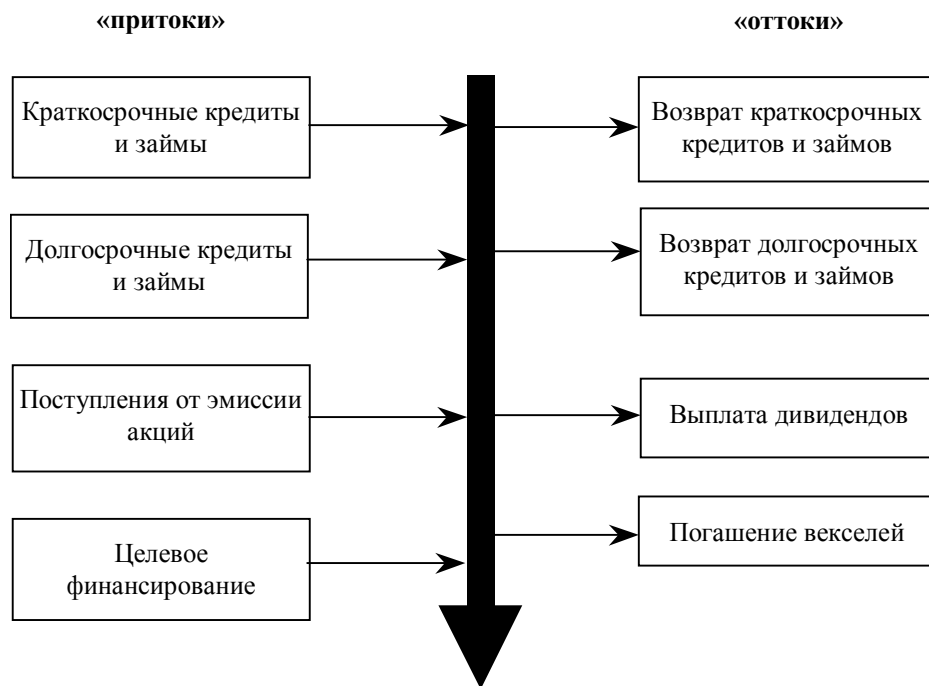


Рис. 7.4. Потoki денежных средств от инвестиционной деятельности

Рис. 7.5. Потoki денежных средств от финансовой деятельности
Бюджет денежных средств

Фирма оценивает потребность в наличных средствах в процессе составления финансового плана. Вся информация о деятельности компании, представленная в виде оттоков и притоков денежных средств обобщается в *бюджете денежных средств*, который показывает предполагаемые фирмой денежные поступления и выплаты за рассматриваемый период. Пример бюджета денежных средств представлен в таблице 1. Поступления и оттоки денежных средств распределены по трем видам деятельности: операционной, инвестиционной, финансовой.

Бюджет денежных средств

	Период 1	Период 2		Период N	Всего
Начальный баланс денежных средств (1)					
Операционная деятельность (ОД)					
+ Поступления денежных средств от ОД (2) = (3)+(4)+(5)					
Поступления от продаж (3)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
Проценты по кредитам (4)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
Дивиденды по ценным бумагам (5)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
Сумма денежных средств, доступных для использования (6) = (1) + (2)					
- Выплаты (7) = (8)+(9)+ +(10)+(11)+(12)+(13)					
Прямые материалы (8)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Прямой производственный труд (9)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Производственные накладные расходы (10)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Управленческие и коммерческие расходы (11)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Уплата процентов за кредит (12)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Выплата налогов на прибыль (13)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Всего выплаты денежных средств от ОД (14) = (7)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Денежный поток от ОД (15) = (6) + (14)					
Инвестиционная деятельность (ИД)					
Приобретение основных средств (16)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Приобретение ценных бумаг (17)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Реализация основных средств (18)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
Реализация ценных бумаг (19)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
Денежный поток от ИД (20) = (16)+(17)+(18)+(19)					
Чистый денежный поток до принятия решения о финансировании (21) = (15)+(20)					
Потребности в финансировании (22) = (21), при условии, что фирма имеет дефицит денежных средств					
Финансовая деятельность					
Получение кредита (23)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
Эмиссия акций (24)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
Выпуск облигаций (25)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
Выплата кредита (26)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Выплата дивидендов (27)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Выкуп собственных акций (28)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Совокупный эффект от финансирования: Денежный поток от финансовой деятельности (29) = (23)+(24)+(25)+(26)+(27)+(28)					
Баланс денежных средств на конец периода (30) = (21) + (29)					

Определение целевого остатка денежных средств

Существует ряд методов расчета целевого остатка денежных средств (запаса наличных денег – *Cash Balances*).

1. Метод прогноза отношения “кассовая наличность / годовой объем продаж”.

Как правило, в этом случае для прогноза используется динамический ряд этого отношения за несколько лет. Однако метод не учитывает возможных усилий менеджмента по сокращению этого отношения.

2. Модель *EOQ* (*Economic Order Quantity* – экономический размер заказа) Баумоля (*Baumol*).
3. Модель Миллера-Оппа
4. Модель Стоуна
5. Имитационное моделирование по методу Монте-Карло

Модель Баумоля

Уильям Баумоль первым заметил, что остаток денежных средств на счете во многом сходен с остатком товарно-материальных запасов, поэтому модель оптимальной партии заказа для запасов (*EOQ*) может быть использована для определения целевого остатка денежных средств.

Эта модель основана на сопоставлении альтернативных затрат, связанных с хранением наличных денег в кассе фирмы, и стоимости получения их по заказу из банка. Она минимизирует общие затраты на заказ наличных и затраты, связанные с их хранением без использования. Экономический размер заказа (т. е. оптимальный) соответствует ситуации, когда издержки хранения равны стоимости заказа наличных. Этот оптимум находится по формуле:

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \times \left(\begin{array}{c} \text{стоимость одного} \\ \text{заказа} \end{array} \right) \times \left(\begin{array}{c} \text{потребность в наличных} \\ \text{за период} \end{array} \right)}{\begin{array}{c} \text{ставка процента} \\ \text{(относительная величина альтернативных затрат,} \\ \text{т. е. неполученного дохода)} \end{array}}} = \sqrt{\frac{2cD}{r}}$$

Модель Баумоля предполагает выполнение следующих условий:

- финансовый менеджер знает потребность в наличных D на планируемый период и тратит их равномерно;
- стоимость заказа постоянна и наличные по заказу поступают мгновенно; стоимость заказа c может включать: плату за обналичивание (если ее величина не зависит от обналичиваемой суммы), стоимость рабочего времени служащего, выполняющего все необходимые операции для получения заказываемых денег, оплата охраны при перевозке денег из банка в кассу фирмы.
- Ставка процента r (издержки хранения наличных в кассе – относительная величина альтернативных затрат) зависит от отношения финансового менеджера к возможным вариантам вложения денежных средств. С одной стороны, хранение денег в кассе фирмы наносит ей ущерб; с другой стороны, отсутствие наличных денег повышает так называемый «левосторонний риск» фирмы. Поэтому как альтернатива хранению денег в кассе возможны два варианта, практически свободные от всякого риска.

1. Краткосрочные финансовые вложения в высоколиквидные ценные бумаги; в этом случае стоимость заказа c можно рассматривать как трансакционные затраты по конвертации ценных бумаг в денежные средства; в этом случае r – ставка процента по этим ценным бумагам.

2. Хранение денег на текущем счете в банке. В этом случае r – банковская ставка процента для денежных средств на текущем счете (как правило, очень низкая).

Если по каждому заказу фирма получает сумму, равную EOQ , то:

- a) средние инвестиции в наличные средства равны:

$$\bar{I} = \frac{EOQ}{2} ;$$

- b) число заказов за планируемый период равно:

$$n = \frac{D}{EOQ} ,$$

где D – потребность в наличных за период;

- c) полная стоимость заказов за период равна

$$C_o = c \times n = \frac{c \times D}{EOQ}.$$

где c – стоимость одного заказа;

d) стоимость хранения денег в кассе фирмы

$$C_H = r \times \bar{I} = \frac{r \times EOQ}{2},$$

где r – ставка процента по краткосрочным финансовым вложениям.

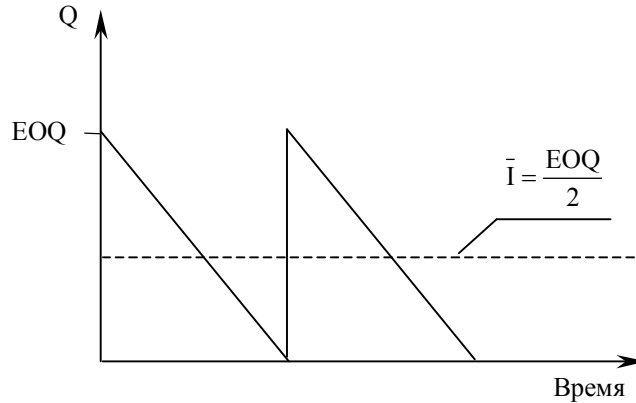


Рис. 7.6. Оптимальный заказ наличных

Серьезным недостатком модели Баумоля является предположение об устойчивости и предсказуемости денежных потоков; кроме того, она не учитывает наличие сезонности и цикличности.

Другие факторы, влияющие на величину целевого остатка денежных средств

Целевой остаток денежных средств устанавливается с учетом следующих обстоятельств:

- 1) Обеспечение текущей деятельности и страховой запас на случай непредвиденных операций.
- 2) Необходимость поддержания компенсационных остатков, определяемых по соглашению с банками.

Величина текущих и страховых запасов денежных средств зависит от объема операций фирмы, неопределенности прогнозов относительно денежных потоков и условий получения займов в короткий срок в случае необходимости.

ТЕМА 8. УПРАВЛЕНИЕ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ

Образование дебиторской задолженности

Процесс образования дебиторской задолженности обусловлен действием двух факторов:

- объемом выручки, получаемой от реализации товара в кредит;
- продолжительностью промежутка времени между моментом продажи товара и моментом получения платы за него.

Каждая конкретная фирма должна проводить свою кредитную политику, причем политика эта существенно зависит от отраслевой специфики фирмы. Основными элементами кредитной политики является:

- срок предоставления кредита;
- стандарты, принятые для оценки кредитоспособности покупателя;
- методы и подходы, применяемые для сбора платежей с клиентов;
- скидки и льготы, предоставляемые клиентам с целью сокращения периода оборота дебиторской задолженности.

Эффективное управление дебиторской задолженностью предполагает формирование такой политики предоставления кредита покупателям, при которой выгоды от этого превосходят убытки (рис. 8.1).

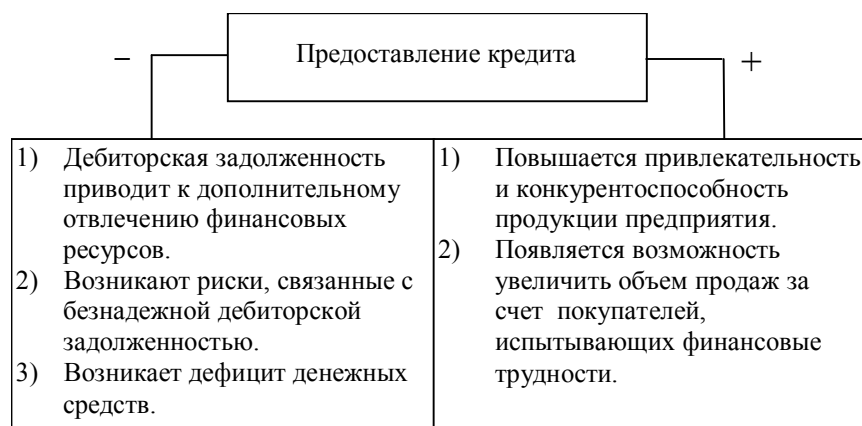


Рис. 8.1. Последствия предоставления покупателю кредита.

Успех кредитной политики фирмы во многом зависит от следующих факторов:

- потенциальных возможностей увеличения прибыли при расширении торговли в кредит;
- совершенства правового обеспечения торговых операций;
- используемых кредитных инструментов (открытый счет, различные виды векселей, условный договор купли-продажи и т. д.).

Контроль и анализ дебиторской задолженности

Управление дебиторской задолженностью включает следующие основные задачи.

1. Определение политики предоставления кредита и инкассации для различных групп покупателей и видов продукции.
2. Анализ и ранжирование покупателей в зависимости от объемов закупок, истории кредитных отношений и предлагаемых условий оплаты.
3. Контроль расчетов с дебиторами по отсроченным и просроченным задолженностям.
4. Определение приемов ускорения востребования долгов и уменьшения безнадежных долгов.
5. Задание условий продажи, обеспечивающих гарантированное поступление денежных средств.
6. Прогноз поступлений денежных средств от дебиторов.

Существует много методов контроля и анализа дебиторской задолженности. Необходимо помнить, что контроль и анализ – два неразрывно связанные элемента функции управления и должны действовать совместно.

Все рассматриваемые ниже методы удобно иллюстрировать примерами.

1. Контроль оборачиваемости дебиторской задолженности. Очевидно, надо стремиться к тому, чтобы период оборота дебиторской задолженности сокращался.

2. Контроль по методу «стареющего графика платежей». Надо сравнить данные о дебиторской задолженности в 1-ом и 2-ом квартале, приведённые в таблице. Совершенно очевидно, что чем больше «возраст» долга, тем меньше шансов его получить. Поэтому ситуация с дебиторской задолженностью в первом квартале лучше, чем во втором. То, что общая сумма дебиторской задолженности в первом квартале больше, чем во втором, может являться следствием, например, сезонной неравномерности объёма продаж.

Таблица 1

Контроль дебиторской задолженности по методу «стареющего графика платежей».

Квартал	Месяц	Сумма неоплаченного долга (\$)	%	Квартал	Месяц	Сумма неоплаченного долга (\$)	%
I	Январь	120 000	4,88	II	Апрель	360 000	22,22
	Февраль	720 000	29,27		Май	720 000	44,44
	Март	1 620 000	65,85		Июнь	540 000	33,34
Всего	–	2 460 000	100	Всего	–	1 620 000	100

3. Контроль по методу «пропорционального баланса».

Здесь размер неоплаченного долга увязывается с объемом продаж в соответствующем месяце (табл.2)

Таблица 2

Контроль дебиторской задолженности по методу «пропорционального баланса»

Квартал	Месяц	Объем продаж (\$)	Неоплаченный долг (\$)	% от объема продаж	Квартал	Месяц	Объем продаж (\$)	Неоплаченный долг (\$)	% от объема продаж
I	Январь	600 000	120 000	20,0	II	Апрель	1 800 000	360 000	20,0
	Февраль	1 200 000	720 000	60,0		Май	1 200 000	720 000	60,0
	Март	1 800 000	1 620 000	90,0		Июнь	600 000	540 000	90,0
Всего	-	3 600 000	2 460 000	-	Всего	-	3 600 000	1 620 000	-

Анализируя результаты уплаты долга за два квартала, приходим к выводу, что поведение должников не изменилось. Следовательно, причин для беспокойства нет.

1. Анализ дебиторской задолженности по срокам возникновения.

Анализ дебиторской задолженности по срокам возникновения позволяет сделать сравнительную оценку политики кредита в разные периоды и оценить ее эффективность.

Он даёт возможность оценить сомнительные долги и спрогнозировать поступление средств от должников.

Данные о дебиторской задолженности приведены в виде табл. 3 и по ним для наглядности построена диаграмма (рис. 8.2).

Таблица 3

Сроки возникновения дебиторской задолженности.

Дебиторская задолженность	0-30 дней	30-60 дней	60-90 дней	90-120 дней	свыше 120 дней	Всего
на 01.01.года X (тыс. \$)	1 485	307	186	50	602	2 630
(%)	56 %	12 %	7 %	2 %	23 %	100 %
на 01.07.года X (тыс. \$)	1 804	643	121	44	1 155	3 767
(%)	48 %	17 %	3 %	1 %	31 %	100 %

Сравнивая ситуации на 01.01.года X и на 01.07.года X, приходим к выводу, что во втором полугодии (X-1) года кредитная политика предприятия была более эффективной, чем в первом полугодии года X.

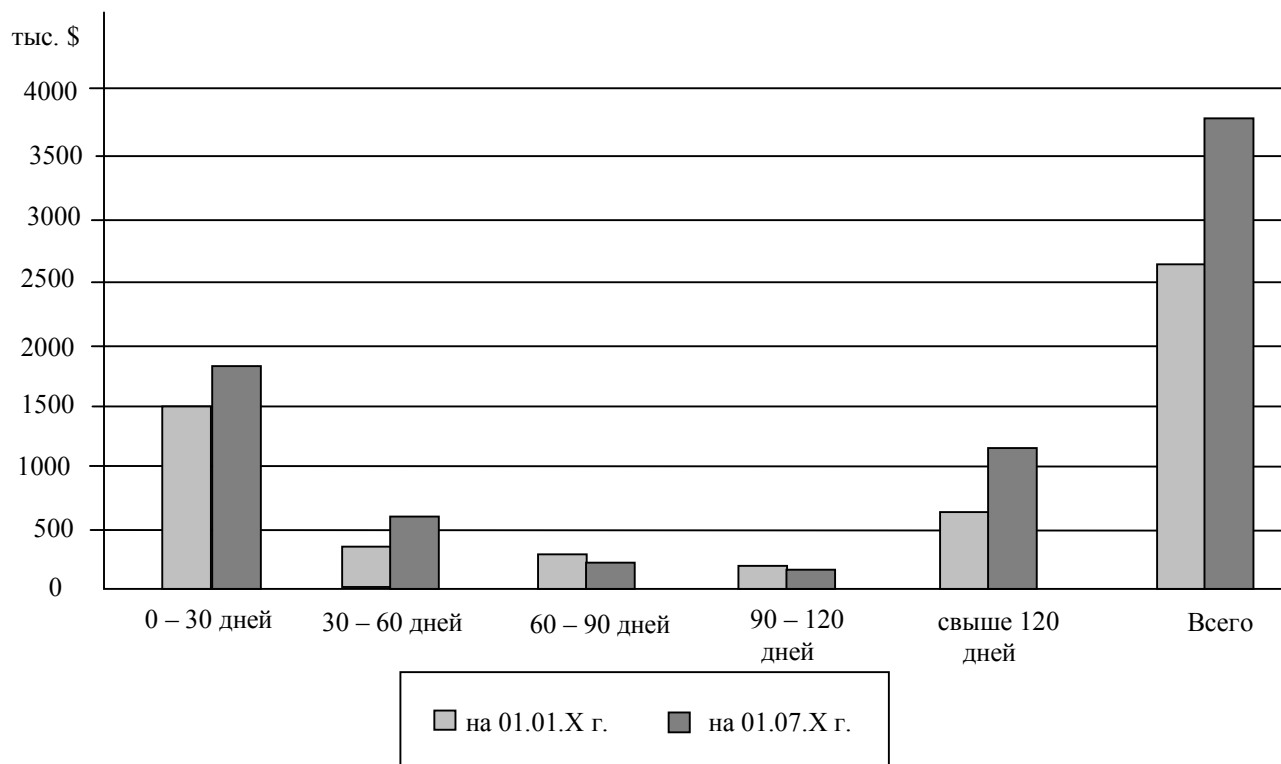


Рис. 8.2. Диаграмма анализа дебиторской задолженности по срокам возникновения

2. Метод, основанный на составлении реестра старения счетов дебиторов, можно рассматривать как заключительный этап анализа. Ниже приведен иллюстрирующий его пример (табл. 4)

Дебиторы предприятия ранжируются в порядке убывания задолженности. Затем к ним может быть применен метод ABC. Однако при этом необходимо принимать во внимание срок возникновения задолженности. Так, в рассматриваемом примере пять основных должников (71,7% общей суммы задолженности) могут быть отнесены к группе А. Правда, у двух из них срок возникновения задолженности не превышает 60 дней, однако упускать их из поля зрения никак нельзя. Наибольшую тревогу вызывают принадлежащие к этой группе клиенты D и E (14,5% общей суммы задолженности).

Клиенты F – J, также являющиеся крупными дебиторами, могут быть отнесены к группе В, а все прочие – к группе С. Состояние их задолженности особой обеспокоенности не вызывает.

Таблица 4

Реестр старения счетов дебиторов предприятия (тыс. \$).

Наименование дебитора		0-30 дней	30-60 дней	60-90 дней	90-120 дней	свыше 120 дней	Всего	Доля (%)
1	Клиент А	620	480	–		–	1 100	29,2 %
2	Клиент В					540	540	14,3 %
3	Клиент С	510	–			5	515	13,7 %
4	Клиент D	–	–	75	25	200	300	8 %
5	Клиент E	–	–			245	245	6,5 %
6	Клиент F	100	100	.		–	200	5,4 %
7	Клиент G	25				95	120	3,2 %
8	Клиент H	100	5	–		–	105	2,8 %
9	Клиент I	100		–		–	100	2,7 %
10	Клиент J	100					100	2,7 %
Всего крупные дебиторы		1 555	585	75	25	1 085	3,325	88,5 %
Прочие дебиторы		245	60	45	11	75	435	11,5 %
Всего счета дебиторов		1 800	645	120	35	1 160	3,760	100 %
В % от общей задолженности		47,9 %	17,1 %	3,2 %	1,0 %	30,8 %	100 %	

Дебиторская задолженность и кредитная политика

Большая часть фирм старается производить продажу товара с немедленной оплатой, но под влиянием конкуренции часто приходится соглашаться на отсрочку платежей. Продукция отправляется покупателю, у фирмы сокращаются запасы, а дебиторская задолженность увеличивается. Затем, когда будет произведена оплата товара: (1) фирма получит наличные средства; (2) дебиторская задолженность сократится. Поддержание дебиторской задолженности, так же как и запасов, требует как переменных, так и постоянных затрат, однако предоставление кредита приносит выгоду в виде увеличения объема реализации. Наиболее эффективной считается такая кредитная политика, которая максимизирует чистые денежные поступления за некоторый период, компенсирующие риск, принимаемый на себя фирмой.

Управление дебиторской задолженностью

Процесс управления дебиторской задолженностью начинается с решения вопроса о том, предоставлять или не предоставлять кредит покупателю. Системы контроля дебиторской задолженности необходимы для того, чтобы предотвратить излишнее увеличение дебиторской задолженности, которое приводит к снижению денежных поступлений и возникновению безнадежных долгов, способных полностью поглотить прибыль фирмы. В этом случае единственным способом держать ситуацию под наблюдением является правильный выбор и применение системы контроля счетов к получению.

ТЕМА 9. ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Стоимость капитала - это норма прибыли, необходимая для поддержания рыночной стоимости фирмы (или стоимости акций фирмы).

Определение стоимости капитала (cost of capital) фирмы является крайне важным по следующим причинам:

1) Максимизация стоимости фирмы требует, чтобы стоимость всех используемых факторов производства, включая задействованный капитал, была минимизирована; снижение стоимости капитала предполагает прежде всего знание принципов качественной ее оценки.

2) Оценка стоимости капитала требуется при принятии решений по формированию инвестиционного бюджета.

3) Многие прочие виды решений, включая решения по таким вопросам, как лизинг, выпуск облигаций для рефинансирования, управление оборотным капиталом, также базируются на использовании категории «стоимость капитала».

Определение стоимости капитала фирмы предполагает, во-первых, идентификацию основных его составляющих и, во-вторых, определение их стоимости. В результате рассчитывается показатель, называемый *средневзвешенной стоимостью капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC)*.

Под термином «капитал» понимаются все источники средств, используемые для финансирования активов и операций фирмы. Любые операции, приносящие фирме прибыль, невозможно осуществить без активов, представленных в левой части баланса (Актив), которые в свою очередь должны быть профинансированы за счет источников, указанных в правой части баланса (Пассив). Таким образом, капитал фирмы полностью представлен статьями правой части ее баланса, включая краткосрочную и долгосрочную задолженность, привилегированные и обыкновенные акции.

Определение источников средств, используемых при расчете WACC.

Источники средств можно разделить на две категории:

1) *Источники средств, за пользование которыми фирма не платит проценты.* Сюда относят кредиторскую задолженность за товары, работы и услуги, задолженность по заработной плате, задолженность по уплате налогов. Все эти виды задолженности являются результатом текущих операций – наращивание объема реализации автоматически сопровождается образованием этих источников. Поэтому в процессе формирования и анализа инвестиционного бюджета сумма спонтанно возникающей задолженности, связанной с данным проектом, вычитается из общей суммы, требуемой для финансирования проекта.

Например, предположим, стоимость проекта составляет \$2 млн. Вложения в основные средства, связанные с его реализацией - \$ 1,5 млн., а ожидаемый прирост оборотных средств - \$500 000 (вложения в запасы сырья и материалов). Если проект будет принят, его реализация приведет к автоматическому (спонтанному) росту краткосрочной кредиторской задолженности на \$200 000; эта сумма может служить источником покрытия части прироста оборотных средств. Таким образом, потребность проекта в финансировании оборотных средств (или чистый оборотный капитал) снижается до \$300 000, а общая потребность в капитале для финансирования проекта равняется (в \$):

Прирост основных средств – 1 500 000

Прирост оборотных средств – 500 000

Прирост спонтанной кредиторской задолженности – (-200 000)

Всего средств, требуемых для финансирования проекта – 1 800 000.

Анализ проекта сводится к ответу на вопрос, сможет ли проект генерировать доход в размере, достаточном для возмещения расходов в \$1,8 млн. Следовательно, для оценки WACC релевантной является лишь часть требуемого капитала за вычетом спонтанно возникающей краткосрочной кредиторской задолженности.

2. *Источники средств, за пользование которыми фирма платит определенный процент.* К ним относятся:

- заемный капитал;
- привилегированные акции;
- собственный капитал.

При этом может возникнуть вопрос: учитывать ли краткосрочные кредиты при определении стоимости капитала фирмы. Ответ зависит от того, в какой степени эти кредиты используются фирмой для финансирования долгосрочных инвестиций. Если краткосрочные кредиты и займы временно привлекаются для покрытия циклических или сезонных колебаний оборотных средств, их не следует учитывать при расчете WACC. Однако, если этот вид задолженности используется фирмой как постоянный источник финансирования, он должен быть учтен в процессе оценки стоимости капитала.

Таким образом, релевантными составляющими капитала, существенными для исчисления его стоимости являются:

- 1) часть краткосрочных кредитов и займов, представляющая собой постоянный источник финансирования;
- 2) долгосрочные кредиты и займы;
- 3) привилегированные акции;
- 4) собственный капитал.

При определенных условиях в качестве источника капитала может рассматриваться долгосрочная кредиторская задолженность. Вся беспроцентная кредиторская задолженность (за товары, работы, услуги, по оплате труда и налогам) в процессе формирования и анализа инвестиционного бюджета не учитывается и, следовательно, исключается при исчислении стоимости капитала.

Средневзвешенная стоимость капитала, WACC

Каждая фирма знает свою оптимальную структуру капитала как комбинацию различных источников, приводящих к максимизации цены акций фирмы. Когда фирма привлекает новый капитал, обычно она старается осуществить финансирование таким образом, чтобы с течением времени сохранить фактическую структуру капитала по возможности более близкой к оптимальной.

Стоимость капитала определяется как средневзвешенная величина стоимостей следующих составляющих капитала:

- заемный капитал (долг);
- привилегированные акции;
- собственный капитал (обыкновенные акции и нераспределенная прибыль).

$$WACC = \omega_d r_d (1 - T) + \omega_p r_p + \omega_e r_e + \omega_s r_s \quad (1)$$

где $\omega_d, \omega_p, \omega_e, \omega_s$ - доля заемного капитала, привилегированных акций, обыкновенных акций, нераспределенной прибыли в структуре капитала соответственно;

r - стоимость капитала каждого вида.

Если фирма использует различные типы заемного капитала в качестве своих постоянных источников финансирования, цена этого источника в WACC определяется как средневзвешенная по всем заемным источникам. Собственный капитал, используемый в вычислениях, представлен стоимостью обыкновенных акций и стоимостью нераспределенной прибыли.

Уравнение (1) можно расширить за счет включения других видов ценных бумаг, влияющих на стоимость капитала – краткосрочные кредиты, опционы, и т.п.

Выбор весов может быть основан на учетных (балансовых) оценках элементов пассива баланса фирмы, либо на рыночной стоимости различных источников, отраженных в балансе, либо на оценке оптимальной структуры капитала фирмы менеджерами.

Так, для определения веса, можно воспользоваться следующей формулой:

$$\omega_i = \frac{\text{Рыночная стоимость составляющей капитала } i}{\text{Совокупная рыночная стоимость активов}}$$

Следует подчеркнуть, что WACC есть средневзвешенная стоимость каждого нового дополнительного доллара прироста капитала, поскольку для целей формирования инвестиционного бюджета необходимо значение предельных затрат. Это означает, что необходимо определить стоимость каждого доллара прироста капитала, сделанного в течение года. Каждый такой доллар состоит условно из нескольких элементов: заемного капитала, привилегированных акций и собственного капитала, при этом последний будет представлен либо нераспределенной прибылью, либо обыкновенными акциями нового выпуска, либо и тем и другим.

Например, оптимальная структура капитала фирмы подразумевает:

- 30% заемного капитала;
- 10% привилегированных акций;
- 60% собственного капитала.

Источники средств имеют следующую стоимость:

- заемный капитал (без учета затрат на размещение), $r_d = 11\%$;
- привилегированные акции, $r_p = 10,3\%$;
- нераспределенная прибыль, $r_s = 14,7\%$;
- обыкновенные акции нового выпуска, $r_e = 16\%$.

Фирме необходимо привлечь дополнительно \$100 000. Для того чтобы не менять структуру капитала и сохранить ее оптимальной, фирме следует привлечь \$30 000 заемного капитала, \$10 000 привилегированных акций, \$60 000 собственного капитала, при этом считаем, что собственный капитал может быть увеличен либо за счет нераспределенной прибыли, либо за счет дополнительной эмиссии акций. Ставка налога – 40%.

Если в качестве источника собственных средств фирма использует только нераспределенную прибыль, получим средневзвешенную стоимость дополнительных \$100 000:

$$0,3 * 11\% * (1 - 0,4) + 0,1 * 10,3\% + 0,6 * 14,7\% = 11,8\%.$$

Это означает, что каждый новый доллар, привлеченный фирмой, имеет среднюю стоимость 11,8%.

Если в качестве источника собственных средств используются обыкновенные акции нового выпуска, тогда средневзвешенная стоимость дополнительных \$100 000 будет равна:

$$0,3 * 11\% * (1 - 0,4) + 0,1 * 10,3\% + 0,6 * 16\% = 12,6\%.$$

Если предположить, что фирма в качестве источника собственных средств использует как нераспределенную прибыль (50%), так и обыкновенные акции (50%), тогда средневзвешенная стоимость дополнительных \$100 000 будет равна:

$$0,3 * 11\% * (1 - 0,4) + 0,1 * 10,3\% + 0,3 * 14,7\% + 0,3 * 16\% = 12,2\%.$$

Расчет отдельных составляющих стоимости капитала

Стоимость долга (заемного капитала)(cost of debt) – это предельная стоимость долга (стоимость нового долга) или просто процент, который компания должна предложить рынку, чтобы заинтересовать инвесторов в покупке ее облигаций.

Чаще всего стоимость долга определяется как стоимость облигаций (одного из способов привлечения долгосрочных кредитов).

Поскольку процентные платежи вычитаются из базы налогообложения, следует различать стоимость долга до налогообложения и после налогообложения.

Допустим, сегодня куплена облигация с номинальной стоимостью М и сроком погашения N. Предположим, что в конце каждого года до погашения по облигации выплачивается купонный доход I. Тогда владелец облигации получает поток годовых платежей по I долларов каждый плюс М долларов в конце года N. Используя ставку процента r для дисконтирования будущих поступлений, получим приведенную стоимость облигации:

$$PV = \sum_{t=1}^N \frac{I}{(1 + r'_d)^t} + \frac{M}{(1 + r'_d)^N}, \quad (2)$$

где PV - приведенная стоимость облигации (рыночная стоимость);

I - сумма ежегодных процентных выплат по облигации (купонный доход);

N - число лет до погашения облигации (срок погашения);

M - номинал облигации.

Таким образом, стоимость долга до налогообложения (норма доходности облигации r'_d) находится как ее IRR путем решения относительно r'_d вышеприведенного уравнения.

Трудность использования выражения (2) заключается в том, что не удастся переписать это уравнение в таком виде, чтобы r стала вычисляемой функцией, зависящей от четырех других переменных. Существует способ нахождения приблизительного решения, который является достаточно трудоемким.

Можно воспользоваться и упрощенной формулой, дающей приблизительную оценку r:

$$r'_d = \frac{I + (M - PV)/N}{(M + PV)/2}$$

где Средний годовой доход = $I + \frac{(M - PV)}{N}$;

$$\text{Средняя стоимость вложения} = \frac{(M + PV)}{2}.$$

Поскольку выплата процентов освобождается от налога, стоимость долга должна устанавливаться на посленалоговой базе. Таким образом, стоимость долга после налога:

$$r_d = r'_d(1 - T),$$

где T - ставка налога.

СТОИМОСТЬ ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ

Держатель акций получает доход из двух источников: (1) дивидендные платежи; (2) доход от изменения цены акции (если цены на акцию уменьшаются, это приводит к убыткам). Стоимость обыкновенных акций отражает представление инвесторов об этих двух источниках доходов.

Существует три метода измерения стоимости обыкновенных акций:

- модель роста Гордона;
- модель CAPM;
- подход “облигация плюс”.

Модель роста Гордона (или модель постоянного роста дивидендов)

Предположим, что дивиденды ежегодно увеличиваются с постоянным темпом g , так, что при текущем уровне дивидендов D_0 дивиденды следующего года D_1 будут равны $D_0(1 + g)$, дивиденды второго года

D_2 будут равны $D_0(1 + g)^2$ и т.д., а в общем случае:

$$D_t = D_0(1 + g)^t,$$

если темп роста дивидендов g меньше ставки дисконтирования r , то:

$$V_0 = \frac{D_1}{r_e - g},$$

где V_0 - приведенная стоимость обыкновенной акции;

D_1 - дивиденды, которые должны быть получены через 1 год;

r_e - требуемая инвестором норма прибыли;

g - темп роста дивидендов.

Отсюда:

$$r_e = \frac{D_1}{V_0} + g.$$

Модель CAPM уже рассматривалась. Здесь:

$$r_e = r_f + \beta(R_m - r_f),$$

Для использования модели требуется знать r_f и определить значения R_m и β .

Подход “облигация +”

Это очень простой и полезный подход к определению стоимости обыкновенных акций. Суть его заключается в том, что к стоимости собственного долгосрочного долга фирмы прибавляется премия за риск.

$$r_e = \text{доходность собственных облигаций компании} + \text{премия за риск}$$

Многие исследования показали, что величина премии за риск довольно стабильна до тех пор, пока стабильны ставки процентов, но она начинает изменяться в те периоды, когда ставки процентов колеблются. Весьма сложно точно оценить премию за риск. Один из подходов к оценке премии за риск – аналитический подход. Ему посвящена работа Шарля Бенора, являющегося фондовым аналитиком, написанная им совместно с Пэйном Уэббером. Бенор в течение нескольких лет наблюдал за большим количеством институциональных инвесторов, спрашивая их о том, какая премия – превышение над доходностью облигаций компании – сделала бы их безразличными к приобретению акций или облигаций. Бенор определил, что большинство инвесторов требуют для акций от 2 до 4% в качестве премии – превышения над доходностью облигаций. При этом среднее значение премии составило 3,6%. Полученное значение может быть использовано в качестве оценки премии за риск. Однако, следует отметить, что в периоды с низкими процентными ставками премии за риск высоки, а при высоких ставках – низки.

Стоимость привилегированных акций

Стоимость привилегированных акций определяется по выражению:

$$r_p = \frac{D_p}{P},$$

где D_p - сумма дивидендов по акциям;
 P - чистая выручка от продажи акций.

Поскольку дивиденды от привилегированных акций не освобождаются от налогов, дивиденды выплачиваются после налогов.

Стоимость нераспределенной прибыли

Стоимость нераспределенной прибыли тесно связана со стоимостью обыкновенных акций, так как стоимость собственности, получаемой за счет нераспределенной прибыли, равна норме отдачи (доходности), требуемой инвесторами от обыкновенных акций фирмы.

Нераспределенная прибыль, остающаяся на предприятии после всех выплат может быть выплачена акционерам в качестве дивидендов, либо реинвестирована на развитие производства. Если часть дохода реинвестирована, *альтернативные затраты (opportunity cost)* для них будут следующими: акционеры могли бы получить эти доходы в качестве дивидендов и далее вложить их в акции, облигации, недвижимость и т.п. таким образом, фирма должна заработать на этой нераспределенной прибыли как минимум столько же, сколько ее акционеры могут заработать на альтернативных инвестициях с эквивалентным риском. Акционеры могут ожидать от альтернативных инвестиций доходность r_e , поскольку они могут получить эту доходность, инвестируя свои деньги в акции той же или аналогичной фирмы. Концепция альтернативных издержек исходит из аргумента, что если фирма может инвестировать доходы по ставке более высокой, чем любая другая, тогда реинвестирование акционерного капитала приведет к увеличению собственности акционеров. Иными словами, если фирма способна использовать средства более эффективно, чем ее акционеры, тогда они согласятся на реинвестирование своих доходов в компанию.

Следовательно, $r_s = r_e$.

Стоимость обыкновенных акций нового выпуска

Если темпы роста деятельности компании настолько значимы, что нераспределенной прибыли недостаточно для их финансирования, компания увеличивает свой собственный капитал путем дополнительной эмиссии обыкновенных акций. Стоимость этого источника средств выше, чем нераспределенной прибыли, поскольку эмиссия обыкновенных акций связана с затратами на размещение. Эти затраты уменьшают чистый денежный поток, получаемый фирмой от выпуска новых обыкновенных акций, а это в свою очередь увеличивает их стоимость.

При дополнительной эмиссии обыкновенных акций чистые поступления равны $V_0(1 - f)$, где f – уровень затрат на размещение, выраженный в долях единицы. Используя модель роста гордона, получаем:

$$V_0(1 - f) = \frac{D_1}{r_e - g}.$$

Отсюда находим:

$$r_e = \frac{D_1}{V_0(1 - f)} + g.$$

Операционный и финансовый риск

Одним из наиболее сложных вопросов, с которыми сталкиваются финансовые менеджеры, является связь между структурой капитала, представляющей собой сочетание заемных и собственных источников средств, и курсом акций.

Введем два новых вида риска:

Производственный (операционный) риск, или риск активов фирмы, при условии, что фирма не привлекает заемные средства.

Финансовый риск, т.е. риск, возникающий при использовании фирмой займов.

Производственный (операционный) риск

Производственный риск измеряется неопределенностью, неизбежной при прогнозировании рентабельности активов (Return on Assets, ROA).

Для целей анализа структуры капитала для ROA применяют следующую формулу:

$$ROA = \frac{\text{Доход инвесторов}}{\text{Активы}} = \frac{\left(\frac{\text{Чистая прибыль держателей}}{\text{обыкновенных акций}} \right) + \left(\frac{\text{Проценты}}{\text{к уплате}} \right)}{\text{Активы}}.$$

Поскольку активы фирмы должны быть численно равны капиталу, представленному в форме заемных и собственных средств, эту формулу можно переписать в виде формулы расчета рентабельности инвестированного капитала (Return on Invested Capital, ROI).

Активы = Собственный капитал + Заемные средства = Инвестированный капитал.

$$ROI = \frac{\left(\frac{\text{Чистая прибыль держателей}}{\text{обыкновенных акций}} \right) + \left(\frac{\text{Проценты}}{\text{к уплате}} \right)}{\text{Инвестированный капитал}}.$$

Таким образом, производственный риск количественно может быть измерен средним квадратическим отклонением либо ROA, либо ROI.

Отметим также, что если фирма не пользуется заемными средствами и потому не платит процентов, ее активы численно равны собственному капиталу, а рентабельность инвестированного капитала равна рентабельности акционерного (собственного) капитала (Return on Equity, ROE):

$$ROI = ROE = \frac{\frac{\text{Чистая прибыль держателей}}{\text{обыкновенных акций}}}{\text{Обыкновенный акционерный капитал}}.$$

Следовательно, производственный риск финансово независимой фирмы может измеряться средним квадратическим отклонением ее ожидаемой ROE, σ_{ROE} .

Производственный риск зависит от следующих факторов:

1. Изменчивость спроса. Чем устойчивее спрос на продукцию фирмы при прочих неизменных факторах, тем ниже производственный риск.
2. Изменчивость цены реализации. Фирмы, цены на продукцию которых значительно меняются, имеют больший производственный риск.
3. Изменчивость затрат на ресурсы. Фирмы, затраты на ресурсы которых неопределенны, отличаются высокой степенью производственного риска.
4. Возможность регулировать отпускные цены в зависимости от изменения цен на ресурсы. Чем больше возможность фирмы регулировать отпускные цены так, чтобы они отражали состояние затрат, тем меньше степень производственного риска при прочих неизменных факторах.
5. Степень постоянства затрат: операционный леве́ридж. Если в составе затрат фирмы высок удельный вес постоянных затрат, которые не снижаются при падении спроса, то для фирмы характерен относительно высокий уровень производственного риска. Этот фактор называется операционным леве́риджем (operating leverage).

В буквальном понимании леве́ридж означает небольшую силу (рычаг), с помощью которого можно перемещать тяжелые предметы. В приложении к экономике, он трактуется как некоторый фактор, небольшое изменение которого может привести к существенному изменению результата.

Существует три вида леве́риджа:

1. операционный (производственный);
2. финансовый;
3. общий.

Уровень операционного и финансового рычага

Операционный леве́ридж

Значение коэффициента операционного леве́риджа (рычага) выражает чувствительность результата эксплуатации, в качестве которого выступает прибыль до уплаты процентов и налогов (ПДПН), к изменению объема продаж.

Иными словами, операционный леве́ридж – потенциальная возможность влиять на ПДПН путем изменения структуры себестоимости и объема выпуска.

Операционный леве́ридж связан с понятием безубыточности.

Операционный леве́ридж количественно оценивается влиянием изменения объема продаж (ОП) на прибыль до уплаты процентов и налога (ПДПН). При заданном значении Q:

$$\left(\frac{\text{Уровень операционного}}{\text{левериджа}} \right) = \frac{\text{Изменение ПДПН}}{\text{Изменение ОП}} = \frac{(P - V)Q}{(P - V)Q - FC}.$$

Финансовый рычаг

Финансовый риск – это дополнительный риск, налагаемый на держателей обыкновенных акций в результате решения о финансировании путем привлечения заемного капитала и/или за счет привилегированных акций.

Эффект финансового левериджа возникает, когда предприятие имеет задолженность или располагает источником финансирования, который влечет за собой выплату постоянных сумм. Он воздействует на чистый результат предприятия и, таким образом, на прибыль на одну акцию.

Финансовый леверидж является мерой финансового риска. Этот риск обусловлен постоянными финансовыми платежами. Один из способов количественной оценки финансового левериджа - оценить влияние изменения ПДПН на доходность обыкновенной акции (ДООА).

При заданном объеме продаж Q:

$$\left(\frac{\text{Уровень финансового}}{\text{левериджа}} \right) = \frac{\text{Изменение ДООА}}{\text{Изменение ПДПН}} = \frac{(P - V)Q - FC}{(P - V)Q - FC - IC}.$$

где IC - постоянные финансовые платежи (уплата процентов и дивидендов по привилегированным акциям).

$$\text{ДООА} = (P - V)Q - FC - IC.$$

Общий леверидж

В реальных условиях фирма, очевидно, должна учитывать как операционный, так и финансовый риск. Количественно этот комплексный риск можно оценить с помощью *общего левериджа*. Общий леверидж устанавливает влияние изменения объема продаж (ОП) на доходность обыкновенной акции (ДООА).

При заданном объеме продаж Q:

$$\begin{aligned} \left(\frac{\text{Уровень общего}}{\text{левериджа}} \right) &= \frac{\text{Изменение ДООА}}{\text{Изменение ОП}} = \left(\frac{\text{Уровень операционного}}{\text{левериджа}} \right) * \left(\frac{\text{Уровень финансового}}{\text{левериджа}} \right) = \\ &= \frac{(P - V)X}{(P - V)X - FC} * \frac{(P - V)X - FC}{(P - V)X - FC - IC} = \frac{(P - V)X}{(P - V)X - FC - IC} \end{aligned}$$

ТЕМА 10. ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ

Теории дивидендной политики

Дивидендная политика — неотъемлемая часть решений руководства фирмы в области финансирования. От **коэффициента выплаты дивидендов** (dividend-payout ratio) зависит величина прибыли, которая может быть оставлена в фирме как источник финансирования ее бизнеса. Под коэффициентом выплаты дивидендов понимают отношение годовых выплаченных дивидендов к годовой прибыли предприятия.

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

Прежде всего, следует ответить на вопрос, состоящий из двух частей. Может ли выплата денежных дивидендов повлиять на благосостояние акционеров, и если да, то какой именно коэффициент выплаты дивидендов максимизирует благосостояние акционеров?

Чтобы выяснить, действительно ли коэффициент выплаты дивидендов влияет на благосостояние акционеров, необходимо, прежде всего, проанализировать дивидендную политику фирмы как исключительное решение из сферы финансирования, касающееся сохранения прибыли для нужд развития фирмы.

Каждый раз руководству фирмы приходится решать, оставлять ли всю прибыль в фирме или направлять ее часть (или даже всю прибыль) акционерам в виде денежных дивидендов. Когда речь идет об инвестиционных проектах, которые обеспечивают доходность, превышающую требуемую ставку доходности (например, проекты с положительным значением NPV), фирма будет использовать для финансирования этих проектов свою прибыль плюс средства, привлекаемые за счет выпуска такого объема старших облигаций, который будет соответствовать росту собственного капитала. Если после финансирования всех приемлемых инвестиционных возможностей у фирмы останется какая-то прибыль, ее можно направить акционерам в форме денежных дивидендов. Если такой прибыли не останется, то не будет и дивидендов. Если же количество приемлемых инвестиционных возможностей требует такой величины средств, которая превышает величину нераспределенной прибыли плюс средства от выпуска старших облигаций, тогда фирма профинансирует свои избыточные потребности путем комбинирования нового выпуска обыкновенных акций и старших облигаций.

Когда мы рассматриваем дивидендную политику фирмы исключительно как решение из области финансирования бизнеса компании, то выплата денежных дивидендов представляет собой пассивный остаток. Процент прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов, будет разным в разные периоды времени — в зависимости от колебаний объема приемлемых инвестиционных возможностей, доступных для фирмы. Если фирма не испытывает недостатка в таких возможностях, тогда процент выплачиваемой прибыли, скорее всего, будет равен нулю. С другой стороны, если фирма неспособна найти для себя прибыльные инвестиционные возможности, тогда вся прибыль может пойти на выплату дивидендов. В ситуациях, находящихся между этими двумя крайностями, коэффициент выплаты дивидендов будет колебаться от нуля до 1.

Интерпретация дивидендной политики как пассивной (итоговой) выплаты остатка прибыли, определяемой исключительно наличием у фирмы приемлемых инвестиционных возможностей, предполагает, что дивиденды — это нечто несущественное. Можно ли рассматривать дивиденды лишь как средство распределения неиспользованных компанией средств? Или, наоборот, выплату дивидендов следует рассматривать как активный фактор в решениях руководства, а удержанную у себя фирмой прибыль — как некий остаток? Чтобы ответить на эти вопросы, нам придется рассмотреть утверждение о незначительности роли, которую играют дивиденды, которое сводится к тому, что изменения коэффициента выплаты дивидендов (при постоянстве инвестиционных возможностей) не оказывают влияния на благосостояние акционеров.

Дивидендная политика должна основываться в значительной мере на предпочтении инвесторами дивидендов или дохода от прироста капитала. Речь идет о том, предпочтительнее ли для маржинального инвестора, чтобы фирма распределила прибыль в виде дивидендов, или же эту прибыль целесообразно вновь вложить в дело, чтобы в дальнейшем получить доход от прироста капитала. Это предпочтение может быть описано с помощью модели оценки акций в условиях постоянного роста:

$$P_0 = \frac{D_1}{(r_e - g)} .$$

Формула показывает, что если компания повышает норму выплат и тем самым увеличивает D_1 , то это может послужить причиной увеличения цены акций. С другой стороны, увеличение D_1 приведет к уменьшению объема реинвестиций, ожидаемый темп роста масштабов деятельности снижается, что, скорее всего, приведет к снижению цены акций. Таким образом, какие-либо изменения в политике выплат будут иметь два противоположных результата, поэтому фирма должна стремиться найти тот баланс между текущими дивидендами и будущим ростом, который максимизирует цену акций.

Рассмотрим три теории поведения инвесторов:

- 1) теорию иррелевантности дивидендов (dividend irrelevance theory),
- 2) теорию «синицы в руках» («bird-in-the-hand» theory)
- 3) теорию налоговой дифференциации (tax differential theory).

Теория иррелевантности (незначимости) дивидендов Модильяни и Миллера

Мертон Миллер и Франко Модильяни обосновали, что политика выплаты дивидендов *не влияет* на увеличение цены акций фирмы или цену капитала. По их мнению, стоимость фирмы определяется ее общей способностью приносить прибыль и степенью риска; более того стоимость фирмы в большей степени зависит от инвестиционной политики, нежели от того, какая часть прибыли выплачивается в виде дивидендов, а какая реинвестируется. Введя некоторые ограничения, Модильяни и Миллер показали, что если фирма платит высокие дивиденды, то она должна выпускать и большее число новых акций, и что доля стоимости компании, предлагаемая новым инвесторам, должна равняться сумме выплачиваемых дивидендов. Например, если бюджет капиталовложений IBM на год X требует привлечения 1 млрд дол. акционерного капитала и если компания ожидает прибыль в размере 1 млрд дол., то она могла бы: 1) выплатить всю свою прибыль в виде дивидендов и привлечь требующийся капитал за счет эмиссии новых акций на 1 млрд дол.; 2) реинвестировать 1 млрд дол. прибыли, в этом случае эмиссия не потребуется, а

акционеры получают доход от прироста капитала приведенной стоимостью в 1 млрд дол.; 3) выплатить любую сумму от 0 до 100% прибыли и таким образом обеспечить акционерам в целом 1 млрд дол. в виде дивидендов и дохода от прироста капитала.

Теоретическое обоснование позиции Модильяни и Миллера базируется на следующих допущениях: 1) нет налогов на прибыль для физических и юридических лиц; 2) отсутствуют расходы по выпуску и транзакционные затраты; 3) инвесторам безразличен выбор между дивидендами или доходом от прироста капитала; 4) инвестиционная политика фирмы независима от дивидендной; 5) инвесторы и менеджеры имеют одинаковую информацию (симметричную информацию) относительно будущих возможностей инвестирования.

Допущения Модильяни и Миллера нереальны и, очевидно, не могут быть соблюдены. Фирмы и инвесторы должны платить налоги на прибыль, фирмы должны нести затраты, связанные с выпуском акций, инвесторы не могут обойтись без транзакционных затрат, а налоговые и транзакционные затраты могут приводить к тому, что дивидендная политика повлияет на r_e . Кроме того, менеджеры обычно лучше информированы, чем внешние инвесторы. Таким образом, заключение Модильяни и Миллера об иррелевантности дивидендов неприемлемо для условий реального мира.

Теория «синицы в руках»: Гордона и Линтнера

В некотором смысле наиболее уязвимая сторона теории иррелевантности дивидендов Модильяни и Миллера заключается в том, что инвесторы индифферентны к выбору между дивидендами и доходом от прироста капитала. Этот вопрос бурно дебатировался в академических кругах. По мнению М. Гордона и Д. Линтнера, r_e увеличивается по мере снижения доли прибыли, идущей на выплату дивидендов, поскольку инвесторы более заинтересованы в получении дивидендных выплат, нежели дохода от прироста капитала, ожидаемого за счет нераспределенной прибыли. Они утверждают, в сущности, что инвесторы ценят доллар ожидаемых дивидендов более высоко, чем доллар ожидаемого прироста капитала, поскольку компонента D_1/P_0 в формуле ожидаемой доходности, $r_e = \frac{D_1}{P_0} + g$, характеризующая дивидендную доходность, является менее рискованной, чем g .

В свою очередь Модильяни и Миллер доказывают, что инвесторы безразличны к выбору между D_1/P_0 или g , следовательно, r_e не зависит от дивидендной политики. Модильяни и Миллер назвали аргументацию Гордона и Линтнера «заблуждением по поводу синицы в руках», потому что, по их мнению, многие - если не большинство — инвесторы собираются тем не менее реинвестировать свои дивиденды в эту же или другие подобные фирмы и так или иначе рисковость денежных потоков фирмы для инвесторов в долгосрочном плане определяется только рисковостью ее операций, а не политикой выплаты дивидендов.

Теория налоговой дифференциации Литценбергер и Рамасвами

Третья теория, основанная на налоговых эффектах, была предложена Р. Литценбергером и К. Рамасвами.

Во многих странах налогообложение дивидендов и налогообложение доходов с капитала отличаются друг от друга. Могут различаться выплачиваемые проценты и условия освобождения от уплаты. При этом разница между выплатой дивидендов и удержанием прибыли становится еще больше. Обычно налог на доход с капитала ниже, чем налог на дивиденды. В некоторых странах, например в Голландии, налога на доход с капитала нет вообще. Некоторые акционеры предпочитают продавать акции для получения дохода, когда налог на доход с капитала меньше, чем предельный налог с дивидендов. Другие предпочитают получать дивиденды, если могут платить с них меньший налог. При различном налогообложении дивидендов и доходов с капитала стоимость использования удержанной прибыли зависит от налогов, которые должен уплатить акционер. Компании, акционеры которых должны выплачивать высокий подоходный налог, скорее всего, будут практиковать низкие выплаты. Такое взаимоотношение налогов и размера выплат тоже относится к понятию клиентуры. Компания должна устанавливать политику выплат, более удобную для ее акционеров с точки зрения налогов.

В США до 1986 г. только 40% дохода от прироста капитала облагалось налогом. Таким образом, инвестору при 50% предельной ставке налога на прибыль приходилось платить 50% налога по своим дивидендам и лишь $0.40 \cdot 50\% = 20\%$ по доходу от прироста капитала. До тех пор пока доход не реализован, т. е. акции не проданы, инвестор был не обязан платить налог, а поскольку доллар, уплаченный в будущем, стоит меньше, чем доллар, уплаченный сегодня, эта налоговая отсрочка обеспечивала определенное преимущество капитализации прибыли. По действующему (1992 г.) налоговому законодательству все доходы облагаются налогом: доход по дивидендам по ставке до 31%, а налог на доход от прироста капитала — 28%.

Проверка трех теорий предпочтительности дивидендов

Анализ трех теорий предпочтений инвесторов в отношении дивидендов, позволил сделать следующие выводы:

1. По мнению Модильяни и Миллера, политика выплаты дивидендов не влияет на стоимость фирмы или цену ее капитала. Таким образом, в соответствии с логикой Модильяни и Миллера оптимальной политики дивидендов не существует — выбранный вариант так же хорош, как и любой другой.

2. Гордон и Линтнер, не соглашаясь с Модильяни и Миллером, доказывают, что дивиденды менее рискованы, чем доход от прироста капитала, поэтому фирма должна устанавливать высокий удельный вес дивидендных выплат в прибыли и предлагать высокую дивидендную доходность с тем, чтобы максимизировать свою стоимость. Модильяни и Миллер не согласились с такой аргументацией и назвали ее «заблуждением по поводу синицы в руках».

3. Литценбергер и Рамасвами, чья позиция противоположна позиции Гордона и Линтнера, утверждают, что, поскольку дивиденды облагаются налогом по значительно большей ставке, чем доход от прироста капитала, инвесторы должны требовать более высокого дохода на акции с высокими ставками дивидендов. В соответствии с этой теорией фирма должна платить низкие (или нулевые) дивиденды в целях максимизации своей стоимости.

Эти три теории предлагают менеджерам корпораций противоречивые советы. Модильяни и Миллер утверждают, что стратегия дивидендов не имеет значения, Гордон и Линтнер советуют установить высокую долю дивидендов в прибыли, а сторонники теории налоговой дифференциации рекомендуют обратное. Какой теории верить?

Поскольку эмпирическая проверка этих трех гипотез не позволила прийти к определенным заключениям, ученые попросту не могут дать менеджерам корпораций сколько-нибудь точного заключения о влиянии изменений в политике дивидендов на цены акций и капитала. Поэтому определение оптимальной политики выплаты дивидендов чрезвычайно затруднено.

Дивидендная политика предприятия

Прежде чем перейти к рассмотрению вопроса, как политику дивидендов реализуют на практике, необходимо рассмотреть три важных аспекта политики дивидендов:

- 1) гипотеза информационного, или сигнального, содержания,
- 2) эффект клиентуры,
- 3) связь между политикой дивидендов и агентскими затратами.

Гипотеза информационного, или сигнального, содержания

Когда Модильяни и Миллер выдвинули свою теорию иррелевантности дивидендов, они предложили среди прочих условий, что как инвесторы, так и менеджеры имеют одинаковые ожидания относительно прибыли фирмы и размера дивидендов. В реальной жизни тем не менее инвесторы имеют противоречивые мнения как об уровне будущих дивидендных поступлений, так и о степени присущей им неопределенности, а менеджеры зачастую лучше информированы о будущих перспективах, чем посторонние держатели акций. Это одна из разновидностей *информационной асимметрии*.

Было замечено, что увеличение дивидендов часто сопровождается ростом цены акций, тогда как сокращение дивидендов в основном ведет к снижению цены. Это может свидетельствовать о том, что акционеры в целом предпочитают дивиденды доходу от прироста капитала. Однако Модильяни и Миллер рассуждали иначе. Они отметили хорошо известный факт, что корпорации неохотно урезают дивиденды, а, следовательно, и не увеличивают их, если не предполагается стабильная или более высокая прибыль в будущем. Таким образом, по мнению Модильяни и Миллера, увеличение дивидендов сверх нормального уровня — это «сигнал» инвесторам о том, что руководство фирмы прогнозирует хорошую прибыль в будущем. Наоборот, снижение дивидендов или их незначительное по сравнению с обычным увеличение, — сигнал о том, что менеджеры прогнозируют скудную прибыль в будущем. Иными словами, реакция инвесторов на изменение политики выплаты дивидендов не обязательно свидетельствует о том, что они предпочитают дивиденды реинвестированию прибыли. Скорее факт изменения цены вслед за изменением дивидендов просто указывает на то, что объявление о выплате дивидендов имеет важное *информационное, или сигнальное, содержание*.

Как и в отношении многих других аспектов политики дивидендов, эмпирическое изучение сигнальных эффектов не завершено. Наличие информационного содержания в объявлениях о дивидендах несомненно. Однако трудно сказать, отражают ли изменения цен, следующие за увеличением или снижением дивидендов, только сигнальный эффект или, кроме того, и эффект предпочтения, поскольку важные перемены в политике дивидендов обычно включают в себя и изменение как доли прибыли, идущей на выплату дивидендов, так и его величины.

Эффект клиентуры

Различные группы акционеров, или *клиентуры* (*clienteles*), предпочитают различную политику выплаты дивидендов. Например, такие акционеры, как пенсионеры и университетские фонды, предпочитают текущий доход, поэтому им хотелось бы, чтобы фирма направляла на выплату дивидендов значительную долю прибыли. Эти инвесторы часто платят налоги по низким ставкам или даже не платят их вообще, поэтому налоги их не волнуют. С другой стороны, акционеры с варьирующей суммой дохода в те годы, когда он достигает максимума, предпочитают реинвестирование, потому что они не нуждаются в материализации капитализированного дохода, а полагают, что любой доллар дивидендов, подпадающий под повышенный налог, целесообразно не получать, а реинвестировать.

Если фирма реинвестирует прибыль, а не выплачивает дивиденды, те акционеры, которым нужен текущий доход, будут разочарованы. Они получают доход от прироста капитала, но им придется нести хлопоты и затраты, продавая часть своих акций, чтобы получить наличные деньги. К тому же некоторые институциональные инвесторы (или попечители, представляющие интересы частных лиц) могут не иметь права продавать акции и распоряжаться капиталом. Другие акционеры, которые скорее копят, чем тратят дивиденды, предпочитают политику низких дивидендов. Таким образом, инвесторы, которым нужен текущий доход от инвестиций, должны иметь акции фирм с высокой долей дивидендов в прибыли, тогда как инвесторам, не нуждающимся в текущем доходе от инвестиций, следует иметь акции фирм с низкой долей. Например, инвесторы, желающие высокого текущего дохода, могли бы вложить средства в электроэнергетику, в которой коэффициент выплаты дивидендов в 1988-1992 гг. составил в среднем 78%, тогда как предпочитающие капитализацию могли бы инвестировать в полупроводниковую промышленность, где доля выплаты дивидендов в среднем составляла менее 14%.

Поскольку акционеры могут в какой-то степени перераспределять свои инвестиции между фирмами, последние могут в определенной степени менять одну политику дивидендов на другую, и тогда те акционеры, которым не нравится новая политика фирмы, продадут акции другим инвесторам, которым она вполне подходит. Однако такой переход может оказаться неэффективным: 1) ввиду брокерских затрат, 2) ввиду высокой вероятности того, что акционерам, которые продают акции, придется платить налог на реализованный доход от прироста капитала («сдерживающий эффект») и 3) ввиду отсутствия достаточного количества инвесторов, которым нравится новая политика дивидендов. Поэтому менеджеры, как правило, неохотно меняют свою дивидендную политику, поскольку эти изменения могут заставить акционеров продавать акции, что приведет к снижению их цены. Такое снижение цены может быть временным, но может оказаться и постоянным; если количество инвесторов, привлеченных новой дивидендной политикой, невелико, то цена акций останется на низком уровне. Конечно, возможна и такая ситуация, что новая политика привлечет даже больше клиентов, чем имелося до этого, — в таком случае цена акций возрастает.

Целый ряд исследований подтверждает фактическое существование эффекта клиентуры. Модильяни и Миллер и другие ученые полагают, что какой-то конкретный тип инвесторов ничуть не хуже любого другого и поэтому существование эффекта клиентуры не обязательно означает, что одна дивидендная политика предпочтительнее другой. Впрочем, Модильяни и Миллер могут и ошибаться — ни они, ни кто-либо еще не предложили доказательства того, что смешанный состав инвесторов позволит фирме не обращать внимания на эффект клиентуры. Этот вопрос, как и многие другие в области дивидендов, до сих пор остается открытым.

Дивидендная политика и агентские затраты

Одним из наиболее спорных вопросов политики выплаты дивидендов является вопрос о том, почему фирмы платят дивиденды и затем выпускают новые ценные бумаги. Так как затраты на выпуск могут быть значительны, казалось бы, что в целях минимизации общих расходов корпорации следует выплачивать дивиденды лишь тогда, когда инвестиционные возможности настолько малы, что вся сумма чистой прибыли не может быть продуктивно реинвестирована в фирму.

Один из потенциальных ответов на эту дилемму - сигнальная функция, присущая дивидендам. Однако трудно представить, что прирост стоимости за счет подачи сигнала превышает затраты, связанные с выпуском ценных бумаг, которые неизбежно возникают при выплате прибыли в форме дивидендов. Второе потенциальное объяснение связывает политику дивидендов и агентские затраты. Между менеджерами и акционерами существует агентский конфликт — акционеры, будучи собственниками фирмы, хотят, чтобы менеджеры действовали в их интересах, однако у менеджеров могут возникать более веские мотивы в пользу того, чтобы преследовать собственные интересы.

Вследствие этого агентского конфликта акционеры готовы понести агентские затраты с тем, чтобы проконтролировать действия менеджеров. Однако в крупных корпорациях открытого типа акционерам трудно предпринять какие-либо коллективные действия в этом направлении и, скорее всего, такой контроль будет чересчур слабым.

Проблема наблюдения за действиями менеджеров существенно облегчается, если фирме приходится привлекать капитал в значительных объемах. Когда фирма выпускает акции или облигации, ее оперативные и финансовые решения тщательно изучаются целой группой различных специалистов — представителями инвестиционных банков, которые проводят подписку, аналитиками рейтинговых агентств и брокерских контор и в конечном счете инвесторами, которые будут приобретать новые ценные бумаги. Таким образом, существующие инвесторы фирмы могут влиять на действия менеджеров только

голосованием или продажей своих ценных бумаг, новые же инвесторы не испытывают коллективного бессилия существующих инвесторов. Они могут проанализировать поведение менеджеров и отказаться от покупки ценных бумаг, если их действия им невыгодны. В конечном счете новые инвесторы более эффективно, чем старые, контролируют поведение менеджеров, поскольку у последних есть стимулы уменьшить агентские проблемы с тем, чтобы продать ценные бумаги по максимально возможным ценам.

Роль дивидендной политики в мониторинге рынка капитала несомненна. При любой конкретной инвестиционной политике чем выше доля дивидендов в прибыли, тем чаще фирма должна выпускать новые ценные бумаги. Непрерывная выплата дивидендов, таким образом, заставляет фирмы подвергаться частым проверкам на рынке капитала, и этот оценочный процесс смягчает агентские проблемы для существующих держателей ценных бумаг. Если затраты, сопряженные с выплатой дивидендов, включая затраты, связанные с выпуском дополнительных ценных бумаг, меньше, чем затраты на мониторинг, выплата значительной части прибыли в виде дивидендов является оправданной.

Стабильность дивидендов

Стабильность выплачиваемых дивидендов — черта, которая привлекает многих инвесторов. Под ***стабильностью (stability)*** подразумевается поддержание фирмой своих дивидендных платежей в непосредственной близости к некоторой линии тренда — желательно с наклоном вверх. При прочих равных условиях цена акций может быть выше, если по этим акциям в течение длительного времени выплачиваются стабильные дивиденды, чем в случае, если по ним выплачивается фиксированный процент прибыли. Допустим, что долгосрочный коэффициент выплаты дивидендов у компании А составляет 50% от прибыли. При этом фирма выплачивает этот процент ежегодно, несмотря на то, что ее прибыль носит циклический характер. Прибыль и дивиденды, выплачиваемые на одну акцию компании А, показаны на рис. 4.1. В то же время компания В получает точно такую же прибыль, а ее долгосрочный коэффициент выплаты дивидендов также равняется 50%, однако эта компания в течение длительного времени выплачивает относительно стабильные дивиденды. Абсолютная величина дивидендных выплат меняется лишь в зависимости от тенденций получения этой компанией прибыли. Прибыль и дивиденды, выплачиваемые на одну акцию компании В, показаны на рис. 4.2.

На длительном отрезке времени общая сумма дивидендов, выплачиваемых этими двумя фирмами, будет одинаковой. Однако рыночная цена акций компании В может оказаться выше, чем у компании А (при прочих равных условиях). Инвесторы вполне могут предпочесть стабильность дивидендов и платить "премию" компании, которая выплачивает эти дивиденды. В той мере, в какой инвесторы предпочитают стабильность дивидендов, дивидендная политика компании В в целом будет лучше дивидендной политики компании А. Эта политика включает не только процент дивидендных выплат от прибыли, но и фактический способ выплаты дивидендов. Вместо того чтобы менять величину дивидендов в зависимости от изменений прибыли на одну акцию, компания В повышает дивиденды только в случае, когда уверена в том, что сможет и в дальнейшем выплачивать эти повышенные дивиденды.

Оценка стабильности дивидендов

Готовность акционеров платить "премию" к цене акций из-за наличия стабильных дивидендов может быть обусловлена действием следующих факторов: информационного наполнения дивидендов, желания инвесторов получать текущий доход, а также по причине определенных институциональных соображений.

Информационное наполнение дивидендов. Когда прибыль компании падает, но она не снижает величину дивидендов, выплачиваемых акционерам, у рынка возникает большее доверие к акциям этой компании, чем в случае, если бы величина ее дивидендов снижалась. Стабильные дивиденды могут отражать мнение руководства компании, что будущее компании все же лучше, чем можно было бы ожидать исходя из падения ее прибыли. Таким образом, руководство компании может влиять на ожидания инвесторов с помощью информационной составляющей дивидендов. Однако постоянно обманывать рынок руководство не сможет. Если наблюдается отчетливая тенденция к падению прибыли, стабильные дивиденды вряд ли смогут бесконечно долго производить впечатление "светлого будущего". Более того, если фирма занимается нестабильным бизнесом с широкими колебаниями прибыли, стабильные дивиденды не могут создать иллюзию стабильности этого бизнеса.

Желание инвесторов получать текущий доход. Это второй фактор, который может обуславливать выбор инвесторов в пользу выплаты стабильных дивидендов. Акционеры, которые стремятся получать определенный периодический доход, предпочитают компанию со стабильными дивидендами, а не компанию, выплачивающую нестабильные дивиденды, — даже если картина получаемой обеими компаниями прибыли и сумма дивидендов одинаковыми. Несмотря на то что инвесторы, желающие получить доход, всегда могут продать часть своих обыкновенных акций, если размер выплачиваемых дивидендов недостаточен для удовлетворения их текущих потребностей, многие инвесторы испытывают предубеждение против использования своего "базового" капитала. Более того, когда компания сокращает выплату дивидендов, ее прибыль, как правило, тоже падает; то же происходит и с рыночной ценой обыкновенных акций компании. В целом инвесторы, озабоченные возможностью получения текущих доходов, предпочитают получать ста-

бильные дивиденды, даже несмотря на то, что у них всегда есть возможность удовлетворить свои насущные потребности за счет продажи части своих обыкновенных акций.

Институциональные соображения. Стабильные дивиденды могут быть предпочтительны и с юридической точки зрения в связи с наличием или отсутствием у определенных институциональных инвесторов возможности покупать обыкновенные акции. Различные государственные органы составляют *утвержденные (или законные) перечни* (approved [or legal] lists) ценных бумаг, в которые могут вкладывать свои капиталы пенсионные фонды, сберегательные банки, доверительные собственники, страховые компании и некоторые другие учреждения. Чтобы получить право оказаться в таком перечне, компании нередко требуется предоставить свидетельства непрерывной выплаты ею дивидендов в течение длительного времени. Перерывы в выплате дивидендов могут привести к тому, что компания будет вычеркнута из такого перечня.

Аргументы, представленные в поддержку того, что стабильные дивиденды оказывают положительное влияние на рыночную цену акций, носят характер лишь предположения. Несмотря на то что исследования отдельных акций нередко говорят о том, что стабильные дивиденды сглаживают изменения рыночной цены акций в периоды падения прибыли компании, нам неизвестны исчерпывающие исследования достаточно крупной выборки акций, которые пытались установить взаимосвязь между стабильностью дивидендов и стоимостью фирмы. Тем не менее, большинство компаний стремится к стабильности своих дивидендных выплат. Это вполне соответствует общей убежденности в том, что стабильные дивиденды оказывают положительное влияние на стоимость фирмы.

Другие факторы, определяющие дивидендную политику

1. Условия займов. Кредитные соглашения часто ограничивают выплату дивидендов из прибыли, полученной после предоставления займа. Зачастую они содержат условие, согласно которому дивиденды могут выплачиваться только в том случае, если коэффициенты ликвидности и покрытия, а также другие критерии надежности превышают установленные минимальные значения.

2. Ограничения, связанные с привилегированными акциями. Как правило, дивиденды по обыкновенным акциям не могут выплачиваться в том случае, если компания не выплатила до этого дивиденды по своим привилегированным акциям. Выплата дивидендов по обыкновенным акциям может быть возобновлена только после погашения задолженности по привилегированным акциям.

3. Правило эрозии капитала. Выплаты по дивидендам не могут превышать сумму нераспределенной прибыли, объявленную в балансе. Это юридическое ограничение известно как правило эрозии капитала (impairment of capital rule) и придумано для защиты кредиторов. (*Ликвидационные дивиденды* могут быть выплачены из уставного капитала, но они должны быть идентифицированы под соответствующим названием и не должны уменьшать капитал сверх лимитов, указанных в заключенных фирмой кредитных соглашениях).

4. Наличие денежных средств. Денежные дивиденды могут быть выплачены только деньгами. Таким образом, недостаток денег на счете в банке может ограничивать дивидендные выплаты. Однако неиспользованный заемный потенциал может компенсировать этот фактор.

5. Штрафной налог на неправильно накапливаемую прибыль. Чтобы не позволить богатым гражданам использовать корпорации в целях уклонения от уплаты налогов на личные доходы, Налоговый кодекс США предусматривает особый дополнительный налог на неправильно накапливаемую прибыль. Таким образом, если налоговая служба может доказать, что значение коэффициента выплаты дивидендов было нарочно занижено, чтобы помочь акционерам избежать подоходного налога, на фирму будет наложен крупный штраф. Однако на практике этому наказанию подвергаются только фирмы закрытого типа.

6. Контроль. Если руководство фирмы обеспокоено возможностью утраты контроля над фирмой, оно, возможно, не захочет выпускать новые акции и, следовательно, может сохранить большую долю прибыли, чем это было бы в другом случае. Данный фактор особенно важен для небольших акционерных фирм закрытого типа.

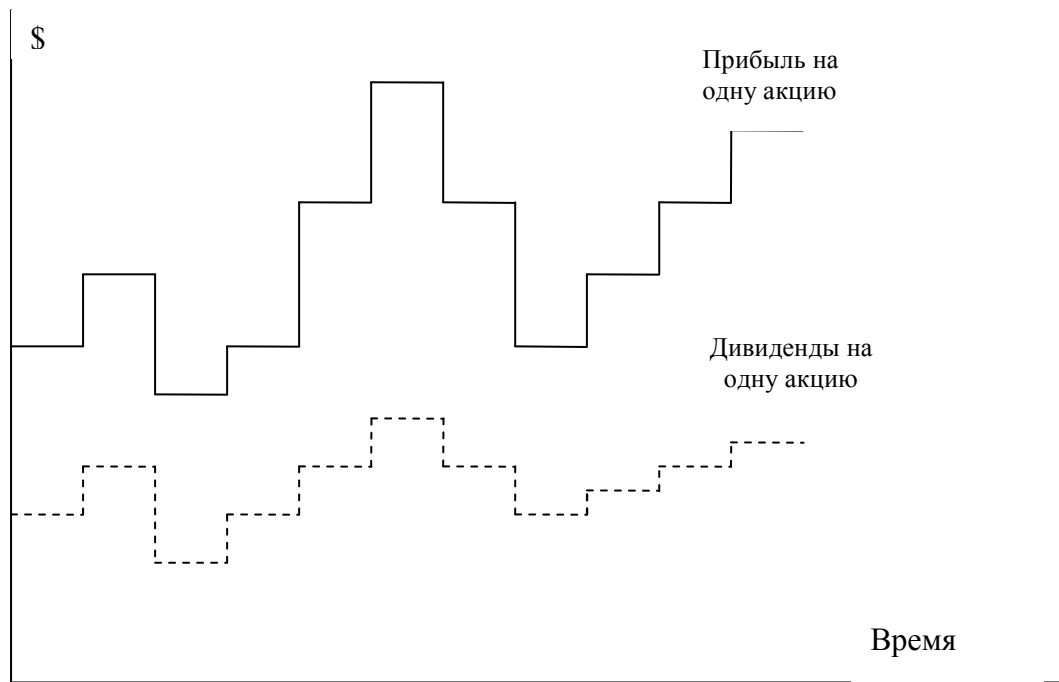


Рис. 4.1. Дивидендная политика компании А, демонстрирующая строгое соблюдение фирмой 50% - ного коэффициента выплаты дивидендов

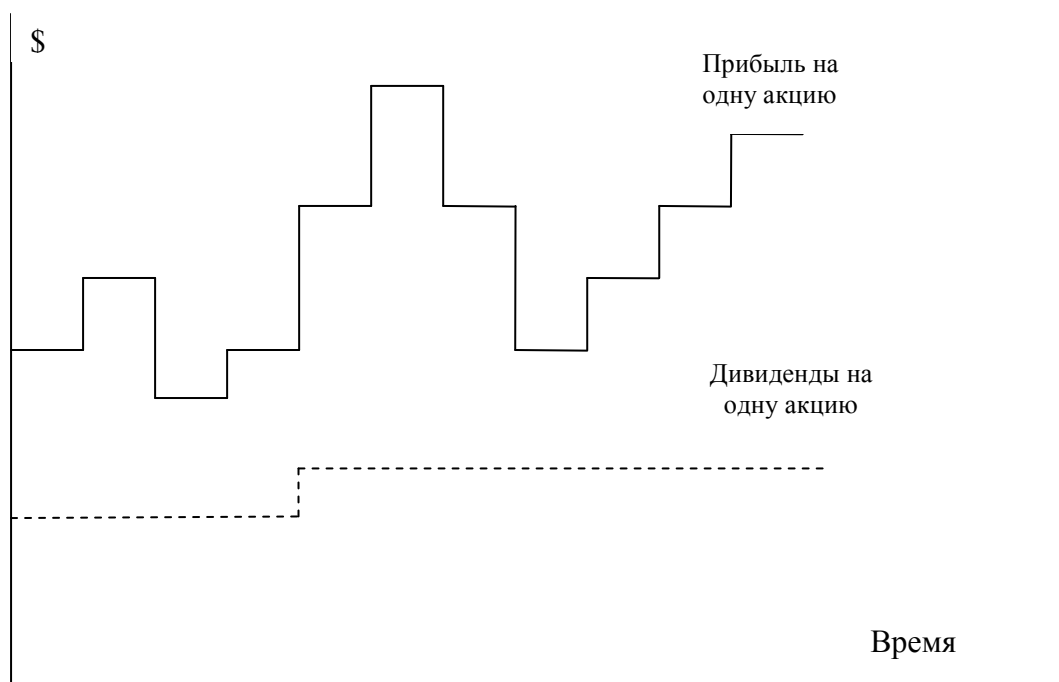


Рис. 4.2. Дивидендная политика компании В, демонстрирующая соблюдение фирмой в течение длительного срока 50% - ного коэффициента выплаты дивидендов; однако дивиденды повышаются лишь в случае, если такое повышение обеспечивается приростом прибыли

УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКОЕ И ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ДИСЦИПЛИНЫ

1 ОСНОВНАЯ ЛИТЕРАТУРА:

ЗАКОНЫ:

1. ГРАЖДАНСКИЙ КОДЕКС РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ. ДЕЙСТВУЮЩАЯ РЕДАКЦИЯ. [HTTP://WWW.CONSU^TANT.RU/POPULAR/](http://www.consultant.ru/popular/).
2. НАЛОГОВЫЙ КОДЕКС РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ. ДЕЙСТВУЮЩАЯ РЕДАКЦИЯ. [HTTP://WWW.CONSU^TANT.RU/POPULAR/](http://www.consultant.ru/popular/).
3. БЮДЖЕТНЫЙ КОДЕКС РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ. ДЕЙСТВУЮЩАЯ РЕДАКЦИЯ. [HTTP://WWW.CONSU^TANT.RU/POPULAR/](http://www.consultant.ru/popular/).
4. ФЕДЕРАЛЬНЫЙ ЗАКОН ОТ 22 АПРЕЛЯ 1996 ГОДА №39-ФЗ «О РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ». ДЕЙСТВУЮЩАЯ РЕДАКЦИЯ. [HTTP://WWW.CONSU^TANT.RU/POPULAR/CENBUM/](http://www.consultant.ru/popular/cenbum/).

ЛИТЕРАТУРА:

1. Белоліпецкі В.Г. Финансовый менеджмент : Учеб. пособие для вузов / МГУ им. М.В.Ломоносова. - М. : Кнорус, 2008. - 446,[2]с. : ил. - Библиогр.:с.445-447. - Прил.:с.428-444. - ISBN 978-5-85971-982-2
2. Бобылева А.З. Финансовый менеджмент: проблемы и решения : Учеб.пособие для вузов / Акад. нар. хоз-ва при Правительстве РФ,МГУ им. М.В.Ломоносова, Фак.гос.упр. - М. : Дело, 2007. - 332,[4]с. - (Наука управления). - Библиогр.:с.335. - ISBN 5-7749-0441-5
3. Бриггем Юджин Ф. Финансовый менеджмент = Financial management / Пер.с англ.под ред.Е.А.Дорофеева. - 10-е изд. - СПб. : Питер, 2009. - 959,[1]с. : ил. - (Академия финансов). - Библиогр.в конце гл. - Прил.:с.934-947;Указ.:с.948-959. - ISBN 0-03-033561-2 : 888.95. - ISBN 978-5-94723-537-1(в пер.).
4. Ермасова Н. Б. Финансовый менеджмент : учеб. пособие : для вузов / Н. Б. Ермасова, С. В. Ермасов. - 2-е изд., перераб. и доп. - М. : Юрайт, 2010. - 620, [2] с. : ил. - (Основы наук). - Библиогр.: с. 623. - Прил.: с. 579-622. - ISBN 978-5-9916-0227-3. - ISBN 978-5-9692-0519-2 : (в пер.)
5. Заводина А.В. Финансовый менеджмент : Учеб.пособие для вузов / Под общ.ред.:Ф.-Й.Кайзера,Т.Гриса,Е.А.Бондаренко;Новгород.гос.ун-т им.Ярослава Мудрого,Совместный Европейский проект Темпус-Гасис CD_JEP-24192-2003. - Великий Новгород, 2007. - 130с. : ил. - Библиогр.:с.127-128.
6. Карасева И.М. Финансовый менеджмент : Учеб.пособие для вузов / Под ред.Ю.П.Анискина. - 2-е изд.,стер. - М. : Омега-Л, 2007. - 335,[1]с. - (Высшая школа менеджмента). - ISBN 5-365-00796-4(в пер.)
7. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. - М. : Финансы и статистика, 2007. - 767,[1]с. : ил. - Библиогр.:с.756-764. - Указ.:с.750-755. - ISBN 978-5-279-01907-6
8. Ковалев В.В. Курс финансового менеджмента : Учеб. - М. : Проспект, 2008. - 444с. : ил. - Выход.дан.изд-во:ТК Велби,Проспект. - ISBN 978-5-482-01631-2(в пер.)
9. Маркарян Э.А. Финансовый анализ : Учеб.пособие. - 6-е изд.,перераб. - М. : Кнорус, 2007. - 217с. - Библиогр.:с.208-209. - Прил.:с.210-217;ISBN 978-5-85971-680-7. - ISBN 5-85971-680-X : 86.13.Найденова Р.И. Финансовый менеджмент : Учеб.пособие для вузов. - Старый Оскол : ТНТ, 2008. - 278,[1]с. : ил. - Библиогр.:с.255-258. - ISBN 978-5-94178-151-5
10. Найденова Р.И. Финансовый менеджмент : Учеб.пособие для вузов. - Старый Оскол : ТНТ, 2008. - 278,[1]с. : ил. - Библиогр.:с.255-258. - ISBN 978-5-94178-151-5.
11. Рогова Е.М. Финансовый менеджмент: учебник / Е.М. Рогова, Е.А. Ткаченко; С.-Петербург. Гос. ун-т экономики и финансов; Гос. ун-т высш. шк. экономики. — М.: Юрайт, 2011.- 540. ISBN 978-5-9916-1307-1.
12. Сироткин С.А. Финансовый менеджмент на предприятии : Учеб.для вузов. - 2-е изд.,перераб.и доп. - М. : ЮНИТИ, 2009. - 351,[1]с. : ил. - Библиогр.:с.348-349. - ISBN 978-5-238-01601-6(в пер.)
13. Смагин В.Н. Финансовый менеджмент : Краткий курс:Учеб.пособие для вузов. - М. : Кнорус, 2007. - 142,[1]с. : ил. - Библиогр.:с.142-143. - ISBN 978-5-85971-490-2. - ISBN 5-85971-490-4
14. Финансовый менеджмент : Учеб.пособие для вузов./Гаврилова А.Н. и др. - 4-е изд.,испр.и доп. - М. : Кнорус, 2007. - 431,[1]с. : ил. - Библиогр.:с.422-426. - Прил.:с.427-431. - ISBN 978-5-85971-472-8(в пер.)
15. Финансовый менеджмент : Учеб.для вузов / Под ред.Е.И.Шохина. - М. : Кнорус, 2008. - 474,[1]с. - Библиогр.:с.474-475. - ISBN 978-5-85971-797-2(в пер.)
16. Финансовый менеджмент [Электронный ресурс] : электронный учебник / А. Н. Гаврилова [и др.] ; StarForce; ИНФОФОНД. - М. : Кнорус, 2009. - 1 электрон. опт. диск (CD-ROM).

17. Управление финансовой деятельностью предприятий (организаций) : Учеб.пособие для вузов. - М. : Финансы и статистика:Инфра-М, 2008. - 333,[3]с. - Библиогр.:с.327-331. - ISBN 978-5-279-03236-5 : 246.21. - ISBN 978-5-16-003397-6(в пер.)

4.2. Дополнительная литература:

18. Смагин В.Н. Финансовый менеджмент : Краткий курс: Учеб.пособие для вузов. - М. : Кнорус, 2007. - 142,[1]с. : ил. - Библиогр.:с.142-143. - ISBN 978-5-85971-490-2. - ISBN 5-85971-490-4

19. Бобылева А.З. Финансовый менеджмент:проблемы и решения : Учеб.пособие для вузов / Акад.нар.хоз-ва при Правительстве РФ,МГУ им. М.В.Ломоносова, Фак.гос.упр. - М. : Дело, 2007. - 332,[4]с. - (Наука управления). - Библиогр.:с.335. - ISBN 5-7749-0441-5 : 301.00. - ISBN 978-5-7749-0441-9.

20. Сироткин В.Б. Финансовый менеджмент фирмы : Учеб.пособие. - М. : Высшая школа, 2008. - 319,[1]с. : ил. - Библиогр.:с.320. - ISBN 978-5-06-005298-5

21. Лукасевич И. Я.Финансовый менеджмент : учебник для вузов / И. Я. Лукасевич. - 2-е изд., перераб. и доп. - М. : Эксмо, 2010. - 763, [2] с. : ил. - (Новое экономическое образование). - Библиогр.: с. 761-764. - ISBN 978-5-699-38636-9 : (в пер.)

4.3. Интернет-ресурсы:

1. www.consultant.ru – справочная база «Консультант Плюс».
2. www.finanalys.ru – сайт аналитических материалов «ФинАнализ».