

УДК
ББК

Автор - составитель И.Н. Новикова старший преподаватель кафедры банковского дела, анализа и аудита УО «Белорусский торгово-экономический университет потребительской кооперации»;

Рецензенты: Ковалева Н.В., доцент кафедры банковского дела, анализа и аудита УО «Белорусский торгово-экономический университет потребительской кооперации», к.э.н.

Кошелапова Г.Н., зам. генерального директора по экономике и финансам ОАО «Гомельское ПО»Кристалл» - управляющая компания холдинга «КРИСТАЛЛ-ХОЛДИНГ»

Рекомендовано к изданию научно-методическим советом Учреждения образования «Белорусский торгово-экономический университет потребительской кооперации»
Протокол № от 09.06.2015

Новикова И.Н. **Корпоративные финансы** : текст лекций для реализации содержания образовательных программ высшего образования I ступени и переподготовки руководящих работников и специалистов/ *И.Н. Новикова* — Гомель: Учреждение образования «Белорусский торгово-экономический университет потребительской кооперации», 2015. — 120 с.
ISBN

В тексте лекций представлены основные темы, раскрывающие теоретические основы и практические аспекты организации корпоративных финансов. Он предназначен для оказания помощи студентам в последовательном изучении всех тем курса.

Текст лекций подготовлен в соответствии с учебной программой дисциплины «Корпоративные финансы» для студентов специальности 1-25 01 08 «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» направления специальности 1-25 01 04 «Финансы и кредит» и переподготовки руководящих работников и специалистов.

ISBN

© Новикова И.Н. 2015

© Учреждение образования "Белорусский торгово-экономический университет потребительской кооперации", 2015

1. Корпорация как форма бизнеса и участник рынка капитала

1.1. Понятие корпорации и ее отличие от других субъектов предпринимательской деятельности

Корпорация – широко распространенная в странах с развитой рыночной экономикой форма организации крупного бизнеса. Процесс ее функционирования реализуется через акционерный механизм.

В Республике Беларусь предпринимательская деятельность может осуществляться в виде индивидуальной трудовой деятельности, а также в виде различных организационно-правовых форм предприятий (юридических лиц). Юридические лица, являющиеся коммерческими организациями, могут создаваться в следующих формах:

1. Хозяйственные товарищества (в форме полного и коммандитного товарищества) и общества (в форме акционерного общества, общества с ограниченной ответственностью или общества с дополнительной ответственностью) (ст. 63 Гражданского кодекса Республики Беларусь – далее ГК РБ).

2. Производственные кооперативы (ст. 107 ГК РБ).

3. Унитарные предприятия (ст. 113 ГК РБ).

4. Крестьянские (фермерские) хозяйства (ст. 115-1 ГК РБ).

Бизнес может являться собственностью одного лица и функционировать в форме унитарных предприятий, крестьянских (фермерских) хозяйств. Это лицо получает прибыль или терпит убытки, полностью отвечая по долгам созданной организации.

Бизнес может являться собственностью двух и более лиц, которые помимо вложения капитала, принимают личное трудовое участие в деятельности созданной организации. Это организации таких форм как хозяйственные товарищества (кроме коммандитного), общества с ограниченной или дополнительной ответственностью, производственные кооперативы. При выбытии (смене) собственника вносятся изменения в учредительные документы организации либо организация ликвидируется.

Особенностью акционерного общества является то, что оно юридически отделено от собственников. Собственниками являются акционеры, которые передали акционерному обществу денежные средства или другие активы и взамен получили акции, т.е. сформировали инвестиционный портфель. Акция подтверждает право акционера на долю собственности общества, дает право на участие в управлении обществом (высшим органом управления является общее собрание акционеров), а также на получение части прибыли общества в виде дивиденда. Причем для минимизации риска инвесторы приобретают акции различных компаний, т.е. формируют диверсифицированный портфель. Смена собственника акции может происходить на вторичном рынке ценных бумаг, что никак не затрагивает деятельность самого акционерного общества. Управление акционерным обществом акционеры передают совету директоров (наблюдательному совету), который определяет политику компании, объявляет дивиденды, назначает должностных лиц (менеджеров) для ежедневной деятельности. В состав совета директоров, как правило, входят несколько должностных лиц данного акционерного общества и несколько сторонних лиц. Таким образом, менеджеры отвечают за управление компанией в интересах акционеров, путем принятия мер, приводящих к росту рыночной цены акций и капитализации компании.

Не каждое акционерное общество можно считать корпорацией. Обязательным условием является котировка акций и обязательств корпорации на фондовых площадках. Причем корпорация преследует своей целью рост рыночной цены ее акций, т.е. максимальную капитализацию компании.

Управление корпорацией осуществляется на основе финансовой модели (концепция VBM), для которой характерно:

- использование не только явных, но и неявных издержек, при определении финансового результата деятельности, что позволяет определить не только бухгалтерскую, но и экономическую прибыль;

- расчет текущей стоимости денежных потоков, т.е. приведение будущих величин к определенному моменту в настоящем;
- измерение результата деятельности не с помощью бухгалтерской прибыли, а с помощью денежных потоков;
- оценка потенциальной способности получать доход от инвестиций при заданных ограничениях по уровню риска;
- цель развития – рост стоимости бизнеса.

Таким образом, корпорация – это субъект предпринимательской деятельности, уставный капитал которого разделен на равные доли (акции), находящиеся в свободном обращении, и котируемые на бирже, управляемый профессиональными управляющими по единой методологии, преследующий максимальную капитализацию своей стоимости.

Преимущества такой формы организации бизнеса:

1. Возможность привлекать дополнительный капитал на финансовом рынке путем проведения дополнительных эмиссий акций.
2. Простота передачи собственности.
3. Ограниченная ответственность собственника за долги бизнеса.
4. Возможность создания дочерних и зависимых обществ, совместно обслуживающих всю технологическую цепочку (производство и реализацию конечной продукции, послепродажное обслуживание потребителей и т.д.).

Недостатком такой формы организации бизнеса является то, что корпорация, как юридическое лицо обязана уплачивать налоги. Дивиденды, которые она выплачивает акционерам, в отличие от процентов по облигациям не льготируются при налогообложении личных доходов акционеров и облагаются подоходным налогом. Что приводит к двойному налогообложению.

Появление корпораций в Республике Беларусь предопределено тем, что транснациональные корпорации (ТНК) все активнее взаимодействуют с развивающимися странами и странами с переходной экономикой, используя все более широкий спектр моделей производства и инвестиций, таких как подрядное промышленное и сельскохозяйственное производство, перевод на внешний подряд услуг, франчайзинг и лицензирование. В этой связи у отечественных субъектов предпринимательской деятельности расширяются возможности для углубления их интеграции в стремительно эволюционирующую глобальную экономику, укрепления их производственного потенциала и повышения международной конкурентоспособности.

1.2. Типы корпоративных структур

Различают следующие типы корпораций.

По степени открытости: открытые (ОАО, ФПГ, холдинг) и закрытые (ЗАО). Основное их отличие то, что акции ЗАО могут обращаться лишь среди заранее ограниченного круга лиц.

По организационно-правовой форме: хозяйственные общества (C-corporation) и объединение капиталов физических лиц (S-corporation). Для C-corporation характерно двойное налогообложение – на прибыль самой компании, а также на дивиденды, распределяемые акционерам корпорации. Прибыль S-corporation не подлежит налогообложению на корпоративном уровне, так как налоговый статус этой корпорации предусматривает, что вся прибыль корпорации распределяется акционерам и только акционеры S-corporation подлежат налогообложению в США.

По основному функционально-отраслевому профилю: промышленные, аграрные, строительные, производственно-инфраструктурные, торговые и др.

По форме объединения капитала: картели, синдикаты, тресты, концерны, конгломераты, холдинги, финансово-промышленные группы.

Корпорация редко создается в форме одиночного предприятия. Как правило, это сложная интегрированная структура, имеющая центральную копию и ряд дочерних и внучатых компаний, выполняющих свои функции.

Картель – это объединение субъектов предпринимательской деятельности, создаваемое в форме акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью. Участники картеля сохраняют коммерческую и производственную самостоятельность и договариваются о регули-

ровании объемов производства, условиях сбыта продукции, разделе рынков сбыта, источников сырья, ценах и др.

Синдикат – организационная форма объединения, отличительной особенностью которой является заключение соглашения между предприятиями одной отрасли промышленности по контролю над сбытом продукции и закупкой сырья с целью получения монопольной прибыли.

Трест – одна из форм монополистических объединений, в рамках которой участники теряют производственную, коммерческую, а порой даже юридическую самостоятельность. Реальная власть в тресте сосредотачивается в руках правления или главной компании.

Концерн – объединение самостоятельных предприятий, созданное на основе договоренности между участниками связанных между собой посредством системы участия, патентно-лицензионных соглашений, финансирования, тесного производственного сотрудничества.

Конгломерат — организационная форма интеграции компаний, объединяющая под единым финансовым контролем целую сеть разнородных предприятий, которая возникает в результате слияния различных организаций вне зависимости от их горизонтальной и вертикальной интеграции, без всякой производственной общности.

Холдинг – это объединение юридических лиц (участников холдинга), включающее в себя управляющую компанию и сеть мелких дочерних компаний, которые она контролирует путем покупки контрольного пакета акций, а дочерние распределяют между собой оставшиеся акции.

Финансово-промышленная группа (ФПГ) – это объединение юридически и хозяйственно самостоятельных предприятий, имеющих свободные денежные средства (банков, финансовых и инвестиционных фондов и т.д.) – с одной стороны, а с другой – предприятий и организаций, испытывающих потребность в инвестициях и других заемных средствах. Основная цель создания ФПГ – повысить конкурентоспособность и эффективность производства, создать рациональные технические связи, привлечь инвестиции, расширить рынки сбыта, создать новые рабочие места.

По структуре управления: американская (аутсайдерская) модель, японская модель и немецкая (инсайдерская) модель, семейная модель.

Аутсайдерская модель корпорации имеет огромное число акционеров, ни один из которых не имеет контрольного пакета акций.

В семейной модели корпорации управление осуществляется членами одной семьи. Например, корпорации Рокфеллеров, Форда, Моргана, Ротшильдов, Сименсов, Байеров, Пежо, Тойота и др.

В Республике Беларусь корпоративные объединения созданы в виде финансово-промышленных групп (белорусские предприятия входят в зарубежные ФПГ) и холдингов (холдинг «Горизонт», «Гомельская Мясо-Молочная Компания» и др.). Транснациональные компании также создают в нашей стране высокотехнологичные экспортно ориентированные производства в рамках инновационного сотрудничества.

1.3. Корпорация и финансовый рынок

Для нормального развития экономики постоянно требуется мобилизация временно свободных денежных средств физических и юридических лиц и их распределение, перераспределение на коммерческой основе между различными секторами экономики. В эффективно функционирующей экономике этот процесс осуществляется на финансовом рынке. Он осуществляет накопление, мобилизацию, распределение и перераспределение временно свободных денежных средств физических и юридических лиц, а также государства.

Финансовый рынок – это совокупность экономических отношений, связанных с распределением финансовых ресурсов, куплей-продажей временно свободных денежных средств и ценных бумаг. Объектами отношений на финансовом рынке выступают денежно-кредитные ресурсы и ценные бумаги.

Финансовый рынок включает следующие сегменты:

1. Рынок ценных бумаг.
2. Кредитный рынок.
3. Валютный рынок.

Участниками финансового рынка выступают покупатели и продавцы финансовых активов, а также посредники между ними. Субъекты, осуществляющие операции на финансовом рынке называются финансовыми институтами. К ним можно отнести банки, биржи, инвестиционные институты. Инвестиционные институты включают:

1. Инвестиционный консультант – физическое или юридическое лицо, профессионально занимающееся возмездным оказанием консультационных услуг по поводу выпуска и обращения ценных бумаг.

2. Инвестиционный фонд:

2.1. Акционерный инвестиционный фонд – любое открытое акционерное общество, исключительным видом деятельности которого является выпуск собственных простых именных акций для мобилизации денежных средств и их последующего вложения в ценные бумаги и банковские счета.

2.2. Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) – это имущественный комплекс без создания юридического лица, доверительное управление имуществом которого осуществляют трастовые компании.

3. Инвестиционная компания – это объединение, вкладывающее капитал посредством прямых и портфельных (через посредника) инвестиций и выполняющее некоторые функции коммерческих банков. Инвестиционные компании представлены:

3.1. Холдинг – головная компания, владеющая контрольным пакетом акций других дочерних предприятий и специализирующаяся на управлении.

3.2. Финансовая компания – это организация, зарегистрированная в форме хозяйственного общества (акционерного общества, общества с ограниченной ответственностью, общества с дополнительной ответственностью) по законодательству страны своего местоположения. К ним относятся:

- страховая компания – юридическое лицо, осуществляющее страховую деятельность на основании полученной лицензии;
- трастовая компания – доверительный управляющий – коммерческая организация, которая занимается управлением имуществом клиента;
- лизинговая компания – юридическое лицо, которое за счет привлеченных или собственных средств приобретает в собственность имущество и предоставляет его в качестве предмета лизинга лизингополучателю за плату, на определенный срок во временное владение и пользование с переходом или без перехода права собственности на этот объект.

4. Некоммерческие финансовые институты (негосударственный пенсионный фонд, кредитный союз, общество взаимного страхования, саморегулируемая организация профессиональных участников финансового рынка).

Корпорация может выступать в качестве любого из названных участников финансового рынка. В отличие от других форм организации бизнеса, корпорация может выступать в качестве эмитента акций.

Среди преимуществ корпорации выделяют простоту передачи права собственности на акции. При наличии ликвидного рынка акций их реализация свободно происходит на вторичном рынке ценных бумаг. Поэтому корпорация имеет широкие возможности по привлечению дополнительного капитала на финансовом рынке путем дополнительной эмиссии акций.

Это один из наиболее эффективных инструментов привлечения инвестиций на открытом рынке. Средства, полученные корпорацией в результате эмиссии акций, увеличивают ее собственный капитал, что позволяет:

1. Повысить финансовую устойчивость компании.
2. Нарастить объемы заемного финансирования без увеличения уровня финансового риска.
3. Реализовать долгосрочные инвестиционные проекты, поскольку акция является бессрочной ценной бумагой.
4. Снизить цену используемого капитала, поскольку выплата дивидендов по акциям не является обязательной.

Причем, чем выше рыночная цена акций корпорации, тем меньшее их количество должно быть эмитировано для привлечения одного и того же объема капитала.

2. Сущность и формы проявления корпоративных финансов

2.1. Финансовая система корпорации

Преимущество корпорации перед иными формами организации бизнеса, прежде всего, выражается в возможности аккумулировать огромный капитал для осуществления различных видов деятельности, проведения научных исследований и внедрения инновационных разработок. Организационные особенности корпоративных структур влияют на управление финансами.

Важным свойством финансов является то, что финансовые отношения всегда связаны с формированием денежных доходов и накоплений, принимающих форму финансовых ресурсов. Предметом корпоративных финансов являются финансовые отношения, финансовые ресурсы и денежные потоки.

Специфика организации финансовых отношений в корпорации состоит в том, что объектом управления является совокупность как зависимых, так и независимых друг от друга предприятий, которые взаимодействуют между собой. Финансовую политику определяет собственник, т.е. акционер и нанятый им аппарат профессиональных менеджеров. Решение общего собрания акционеров является обязательным для исполнения.

Корпоративные финансы – это денежные отношения, связанные с формированием и распределением финансовых ресурсов и капитала у предприятий-участников, входящих в корпорацию, и их использованием на выполнение обязательств перед предприятиями-участниками корпорации, финансово-кредитной системой и государством, а также на обеспечение функционирования как отдельных предприятий, так и корпорации в целом.

Финансовая система корпорации – это обособленная система финансовых отношений, между управляющей компанией, корпоративными кредитными учреждениями (банки, страховые компании, инвестиционные фонды и т. п.), и субъектами производственно-торговой сферы (коммерческие и производственные предприятия), через которые идет формирование и использование финансовых ресурсов корпорации.

Главенствующую роль в функционировании корпорации играет управляющая компания, которая выполняет следующие функции:

- разрабатывает программу развития всей корпорации и входящих в нее отдельных предприятий;
- определяет инвестиционную политику корпорации, направленную на дальнейшее развитие корпорации;
- разрабатывает кредитную политику корпорации совместно с банками, страховыми компаниями, инвестиционными фондами;
- осуществляет контроль за выполнением финансовых и инвестиционных планов.

Таким образом, в обязанности управляющей компании входит: планирование производства, мотивация, контроль, определение стратегии, сбор информации о функционировании остальных предприятий, взаимодействие с фискальными органами, распределение прибыли в рамках технологической цепочки.

Объединение производственного, банковского, торгового и страхового капиталов структурных подразделений корпорации позволяет аккумулировать временно свободные денежные средства, с помощью которых предприятиям предоставляется возможность финансировать собственные и совместные первоочередные потребности.

2.2. Цели корпоративных финансов

Экономические мотивации создания и функционирования интегрированных структур заключаются в росте благосостояния собственников. Целью деятельности коммерческой структуры, является достижение некоторого желаемого уровня прибыли, который обеспечит мотивацию собственника и развитие компании.

По мере развития экономической теории и практики корпоративных финансов возникла идея, которая является фундаментом современных корпоративных финансов. Оценка эффективно-

сти принимаемых менеджерами решений осуществляется не на основе бухгалтерских стандартов, а на базе финансового подхода, целевой установкой которого является рост благосостояния собственников (концепция управления стоимостью, value based management – VBM). Данная концепция имеет несколько модификаций.

Концепция акционерной стоимости предполагает, что управление компанией должно быть нацелено на обеспечение роста ее рыночной стоимости и ее акций. Такой рост позволяет акционерам (инвесторам) получать для них самый значимый по сравнению с другими его формами доход от вложений в компанию – курсовой денежный доход от перепродажи всех или части принадлежащих им акций либо курсовой неденежный доход, выражающийся в увеличении стоимости (ценности) обладаемых акционерами чистых активов, а значит, и суммы их собственного капитала.

Однако компанию можно рассматривать как коалицию различных групп интересов, которые в теории корпоративных финансов получили название «заинтересованных сторон»: акционеры; топ-менеджеры; сотрудники; поставщики; клиенты; общество и др. Поэтому в теории корпоративных финансов появилась концепция устойчивого развития с признанием не только экономических благ, но и социальных ценностей и экологической ответственности компаний в соответствии с которой основной целью является максимизация благосостояния всех заинтересованных сторон (стейкхолдеров).

В рамках осуществления финансовой деятельности достижение выделенных целей обеспечивается построением:

1. Кредитной стратегии, которая ориентирована на поиск и привлечение ресурсов для осуществления деятельности. Привлекаемые ресурсы включают:

- акционерный капитал (ресурсы, получаемые на относительно неограниченный срок с выплатой вознаграждения инвестору в виде дивидендов);
- долговое финансирование (ресурсы, получаемые у специализированных кредитно-финансовых организаций на основе срочности, возвратности и платности, размещение на финансовом рынке облигаций собственного выпуска);
- кредиторская задолженность (ресурсы, получаемые у партнеров по бизнесу и государства в виде отсрочек по платежам и авансов);
- реинвестируемая прибыль и фонды (ресурсы, получаемые в результате успешной коммерческой деятельности самой компании).

2. Инвестиционной стратегии, ориентированной на распределение полученных ресурсов в качестве:

- реальных инвестиций (ресурсы направляются в производственные процессы);
- финансовых (ресурсы направляются на приобретение финансовых инструментов: эмиссионных и производных ценных бумаг, объектов тезаврации, банковских депозитов);
- интеллектуальных инвестиций (подготовка специалистов на курсах, передача опыта, вложения в разработку технологий).

В совокупности кредитная и инвестиционная стратегии составляют финансовую стратегию корпорации.

Этапы развития корпоративных финансов. Базовые концепции корпоративных финансов. Гипотеза совершенных рынков капитала. Гипотеза эффективности рынка.

2.3. Этапы развития и базовые концепции корпоративных финансов

К середине 20в. в мировой экономике происходило смещение интересов в сторону финансов негосударственного сектора. Развитие рыночных отношений, активизация и интернационализация рынка капиталов, повышение роли транснациональных корпораций привело к необходимости рассмотрения хозяйствующего субъекта как основы экономики. Началось исследование рыночных механизмов, позволяющих осуществлять свободный перелив капитала из одной сферы экономики в другую. Эта тенденция привела к выделению неоклассической теории финансов. Суть неоклассической теории финансов состоит в теоретическом осмыслении и обосновании роли и механизмов взаимодействия рынков капитала и крупнейших национальных и транснациональ-

ных корпораций в международных и национальных финансовых отношениях. Появились такие науки как «Корпоративные финансы», «Финансовый менеджмент», «Управленческий учет» и др.

Принято считать, что зарождение «портфельной теории» начинается с работ Гарри Марковица, где была изложена методология принятия решений в области инвестирования в финансовые активы и предложен соответствующий научный инструментарий. В 1990г. была присуждена Нобелевская премия по экономике ученым Гарри Марковицу, Мертону Миллеру и Уильяму Шарпу за научный вклад, оказавший огромный вклад в развитие теории и практики финансов. Основным вкладом Мертона Миллера заключается в развитии теории корпоративных финансов, который совместно с Франко Модильяни (лауреат Нобелевской премии по экономике 1985г.) исследовал вопросы дивидендной политики и политики заимствования компаний.

В 1997г. Нобелевскую премию по экономике снова получили ученые в области финансов Роберт К. Мертон, Майрон Шоулз и Фишер Блэк за разработку математической формулы вычисления стоимости опционов и других производных ценных бумаг.

Корпоративные финансы базируются на ряде взаимосвязанных фундаментальных концепций, разработанных западными учеными-экономистами в рамках современной теории рынка и применяемых для уточнения событий, происходящих на финансовом рынке. К ним относятся:

1. Концепция временной стоимости денег заключается в том, что стоимость денег с течением времени изменяется с учетом нормы прибыли на финансовом рынке. Ирвинг Фишер (1930 г.), Джон Хиршлифер (1958 г.) обосновали, что стоимость денег в настоящее время всегда выше, чем в любом будущем периоде. Эта неравноценность определяется действием трех основных факторов: инфляцией, риском неполучения дохода при вложении капитала и особенностями денег, рассматриваемых как один из видов оборотных активов

2. Концепция дисконтированного денежного потока (DCF) предполагает, что принятие любого финансового решения основана на анализе генерируемых денежных потоков с учетом временной стоимости денег. Разработчики теории DCF Джон Уильямс (1938г.), Майер Гордон (1962г.), Скотт Бауман (1969г.) полагали, что при анализе дисконтированного денежного потока необходимо использовать ставку дисконта, учитывающую альтернативные затраты капитала. Альтернативные издержки – это разница между результатами реально осуществленного и возможного (желаемого) инвестирования с учетом постоянных издержек и издержек исполнения финансовых операций.

3. Концепция компромисса между риском и доходностью (Френк Найт, 1921 г.) Сущность этой концепции состоит в том, что получение любого дохода в бизнесе чаще всего сопряжено с риском, причем между уровнем ожидаемого дохода и уровнем сопутствующего ему риска существует прямо пропорциональная зависимость. Чем выше требуемая или ожидаемая доходность, т.е. отдача на вложенный капитал, тем выше и степень риска, связанного с возможным неполучением этой доходности. Верно и обратное.

4. Концепция эффективности рынка (ЕМН). В этом направлении наиболее известна работа Юджина Фамы (1970 г.). Объем операций с ценными бумагами зависит от того, насколько текущие цены соответствуют внутренним стоимостям ценных бумаг. При полном и свободном доступе участников рынка к информации цена акции есть лучшая оценка ее стоимости. В зависимости от условий информационного обеспечения участников следует различать слабую, среднюю (полусильную) и сильную ценовую эффективность фондового рынка. В условиях слабой формы эффективности рынка текущие цены на акции отражают только динамику цен за предыдущие периоды. При умеренной форме эффективности рынка текущие цены характеризуют не только их динамику за предыдущий период, но и всю равнодоступную участникам рынка информацию. Сильная форма эффективности рынка означает, что текущие цены отражают не только общедоступную информацию, но и сведения, полученные из конфиденциальных источников, т.е. инвестор не может получить повышенный, по сравнению со среднерыночным доход.

5. Концепция асимметричной информации. Смысл данной концепции заключается в том, что менеджеры или владельцы компании могут в определенных случаях обладать информацией, недоступной остальным участникам рынка, и использовать ее для получения повышенного, по сравнению со среднерыночным, дохода. Считается, что в разумных пределах асимметричность информации является необходимым условием существования фондового рынка.

6. Концепция агентских отношений. Под агентскими отношениями подразумевают отношения между акционерами (владельцами) компании и менеджерами, а также между акционера-

ми и кредиторами. В определенных ситуациях названные группы лиц могут иметь разные цели, что создает потенциальный конфликт интересов, например, при принятии решений, обеспечивающих сиюминутную прибыль или рассчитанных на перспективу. Для ограничения возможности принятия управленческих решений в ущерб интересам акционеров компании вынуждены нести так называемые агентские издержки (например, оплата услуг независимых аудиторов, страхование рисков, содержание ревизионной комиссии, роскошные офисы и выплата бонусов менеджерам и др.).

7. Концепция альтернативных затрат предусматривает оценку альтернативных вариантов возможного вложения капитала, использования производственных мощностей, выбора вариантов политики кредитования покупателей и т.д. Например, концепция альтернативных затрат проявляется при организации систем управленческого контроля. С одной стороны, любая система контроля стоит определенных денег (т.е. связана с затратами, которых в принципе можно избежать); с другой стороны, отсутствие систематизированного контроля может привести к гораздо большим потерям.

8. Концепция управления стоимостью компании (VBM). VBM ориентирует топ-менеджмент на максимизацию рыночной стоимости предприятия. Стоимость же предприятия определяется ее дисконтированными будущими свободными денежными потоками. Согласно концепции VBM, классические бухгалтерские критерии оценки деятельности компании неэффективны, поскольку ориентированы на прошлое, не оценивают возможность генерирования потоков в будущем.

3. Особенности организации финансовой работы в корпорациях

3.1. Содержание и организация финансовой работы в корпорации

Финансовая работа в корпорации осуществляется по трем основным направлениям:

1. Финансовое планирование (бюджетирование доходов, расходов и капитала).
2. Оперативная (текущая) деятельность по управлению денежными потоками.
3. Контрольно-аналитическая работа.

Финансовую работу в корпорации осуществляют структурные подразделения (сектора финансово-кредитного планирования, оперативного планирования и контроля, расчетов с покупателями и поставщиками, банковских и кассовых операций и др.), на которые возложены функции управления финансовыми потоками и выработки финансовой политики корпорации.

Финансовые потоки в корпорации возникают: внутри головной компании; внутри каждой дочерней компании; между головной и дочерними компаниями; между дочерними компаниями; между корпорацией и государством, контрагентами, финансово-кредитной системой. Особенность движения финансовых потоков в корпорации определяется применяемыми организационными и административными механизмами регулирования (применение трансфертных цен, схем внутренних взаиморасчетов, распределение прибыли). Внутрикорпоративные расчеты могут быть организованы двумя способами:

1. Дочерние компании специализируются по видам деятельности, образуя «технологическую цепочку». Каждая из них реализует добытое сырье или произведенную продукцию. «Цепочка» заканчивается сбытовой компанией, которая получает выручку от потребителя и осуществляет расчеты с участниками «цепочки». Таким образом, каждая дочерняя компания сама распоряжается своими финансовыми ресурсами.

2. Дочерние компании не осуществляют расчеты между собой. Вся произведенная ими продукция поступает в головную компанию и реализуется через посредника, который работает за комиссионное вознаграждение. Все финансовые ресурсы находятся в распоряжении головной компании, а дочерние компании оказывают ей услуги по добыче и переработке сырья.

Большое значение в организации финансовой работы в корпорации имеет управление инвестициями. Чтобы не расплывать ресурсы используется механизм внутреннего перелива капитала. Как правило, дочерним компаниям устанавливается лимит капитальных вложений источниками финансирования, которых могут быть как собственные средства, так и средства, поступившие за счет централизованного распределения головной компании.

Управление финансовыми потоками в корпорации осуществляется на основе системы централизованного контроля, когда поддерживается оптимальное сочетание централизации и децентрализации управления. Конечной целью управления финансами на уровне головной компании является упорядочивание финансовых потоков между дочерними компаниями для своевременного финансирования текущей деятельности.

3.2. Финансовые аспекты деятельности корпораций различных типов

В практике используются различные организационные структуры управления корпорациями. При этом блок финансово-экономических и учетно-отчетных работ может выполнять как небольшой отдел, так и ряд структурных подразделений.

Дивизиональная организационная структура – характеризуется такой степенью централизации в управлении компанией, при которой подразделения (филиалы) имеют полные полномочия в принятии оперативных управленческих решений, центральный офис компании решает вопросы стратегического управления и контролирует деятельность компании в целом.

Каждый филиал представляет собой коммерческое предприятие с законченным циклом производства и сбыта и определяет собственный финансовый результат. Персонал головной компании предоставляет некоторые услуги, например, юридические; по связям с общественностью и с прессой; по рекламе; по общим методам руководства и обслуживания, включая финансовое обслуживание.

Очень часто финансовая работа в корпорациях такого рода централизуется (если производственные подразделения территориально близки). Старший финансовый менеджер подчиняется вице-президенту по финансам и осуществляет следующие виды работ: финансовый анализ и планирование, управление инвестициями и источниками финансирования, управление денежными потоками, проведение кредитной политики в отношениях с контрагентами.

Основным принципом построения *линейно-функциональной* структуры управления является вертикальная иерархия. При такой структуре четко осуществляется принцип единоначалия: во главе каждого подразделения находится руководитель, наделенный всеми полномочиями и осуществляющий единоличное руководство подчиненными ему звеньями и сосредоточивающий в своих руках все функции управления. Создается самостоятельный финансовый отдел, который состоит из нескольких групп финансовых работников, за которыми закреплены определенные участки работы. Начальник финансового отдела обычно подчиняется заместителю генерального директора (директору) по экономической работе. В составе финансового отдела могут быть следующие бюро (секторы), группы: финансово-кредитного планирования, оперативного планирования и контроля, расчетов с покупателями и поставщиками, банковских и кассовых операций.

Коммерческие организации могут объединяться в холдинговые компании. Процедуры образования холдинговых компаний могут осуществляться следующим образом: путем скупки акций на вторичном рынке, которую осуществляет брокер; путем обмена акциями, специально эмитированными для этого каждым предприятием. Различают два основных типа холдинговых компаний – финансовые и операционные.

В состав *финансового холдинга* входят предприятия из разных отраслей. Его собственники не стремятся контролировать деятельность отдельных бизнес-единиц, их интересует только прибыльность компаний, входящих в группу.

В *отраслевом холдинге* финансовая служба должна планировать и оптимизировать денежные потоки группы компаний, управлять себестоимостью производств и оценивать целесообразность дальнейшей интеграции. Для таких холдингов характерно централизованное управление финансами из корпоративного центра.

В *централизованной структуре* финансовая служба является вертикально-интегрированной и управляется из головного офиса холдинговой компании. Это означает, что финансовый департамент холдинга контролирует составление и исполнение бюджетов дочерних предприятий, отвечает за финансовое планирование, риски, привлечение и перераспределение средств и т. П. Дочерние общества выполняют только учетную функцию и могут не иметь финансовых отделов как таковых. Они строят свою деятельность в соответствии с утвержденным бюджетом, а в конце месяца сдают отчет о его выполнении вместе с бухгалтерской отчетностью в го-

ловной офис. При этом финансовый отдел головной компании зачастую контролирует все платежи дочерних обществ, то есть ни одна платежная заявка (или платежная заявка, превышающая определенную сумму) не выполняется без соответствующей визы сотрудника головного офиса. Корпоративный центр также занимается консолидацией отчетности, переводом ее в международные стандарты, планированием налоговых платежей.

В *децентрализованной структуре* финансовый департамент головной компании занимается общими вопросами: стратегическим планированием, определением нормы доходности дочерних компаний, размещением свободных средств холдинга и расчетом общего финансового риска группы. В ведение финансового департамента корпоративного центра могут также входить такие функции, как оценка соотношения цена—качество управленческой команды подчиненных предприятий, управление структурой капитала и принятие решений о сделках или инвестициях, объем которых превышает определенную сумму. Ответственность же за оперативное финансовое планирование полностью ложится на дочерние компании, от которых, как правило, требуется достижение установленных центром финансовых показателей.

В разных типах объединений могут использоваться разные компоненты менеджмента. Минимальный объем управления (компонентов менеджмента) осуществляется в картеле: маркетинг и бизнес-планирование, общие для всех предприятий входящих в объединение; более высокий уровень управления в финансово-промышленных группах, где помимо маркетинга и бизнес-планирования осуществляется и управление финансами; в синдикате же по сравнению с предыдущей структурой вместо финансового менеджмента присутствуют такие компоненты как логистика и единая для всех предприятий, входящих в объединение, система управления; в промышленных и коммерческих группах финансовый менеджмент совмещается с логистикой и единой структурой управления. Самый высокий уровень организации осуществляется в концерне, где присутствуют все компоненты менеджмента: экономика, бизнес-план, маркетинг, учёт, финансы, логистика и структуры. Причём, надо сказать, что холдинг в процессе своего существования может менять объем элементов менеджмента – от картеля до концерна или наоборот.

3.3. Контроллинг как особая функция финансовой службы корпорации

Контроль над корпорацией осуществляется через собрания акционеров, советы директоров, исполнительную дирекцию. Собственниками в корпорации являются акционеры. В корпорации открытого типа акционеры редко участвуют в управлении, передавая эти функции совету директоров. Когда проходят выборы директоров или производится голосование по важным, программным предложениям, большинство акционеров голосуют «заочно», т.е. присылают избирательные бюллетени по почте или передают право голоса менеджерам по доверенности. Для холдинговых структур основные акционеры четко определены и именно они осуществляют управление всей группой. Часто семейные бизнес-группы осуществляют контроль над компаниями путем эмиссии нескольких классов акций с неравными правами голосования.

В мировой практике существуют две основные модели формирования и функционирования совета директоров – «инсайдерская» (европейская) и «аутсайдерская» (американская), а также «японская» модель. В составе «аутсайдерского» совета директоров большой вес имеют представители внешних инвесторов, не являющихся сотрудниками компании. В «инсайдерской» системе решающую роль играют участники и функционеры компании. Они, в конечном счете, становятся владельцами значительных пакетов акций. Степень реального участия совета директоров в управлении различными компаниями неодинакова. Некоторые из них обладают властью и независимостью и способны контролировать деятельность управляющих, другие лишь подтверждают решения менеджеров.

В последнее время в зарубежных корпорациях отдел финансового контроля (внутреннего аудита) все чаще стал наделяться дополнительными полномочиями и выделился в самостоятельную службу контроллинга. Контроллинг является функцией управления, без которой невозможно представить работу ни одной современной промышленной корпорации. Контроллинг – новый инструмент в теории и практике управления, который совмещает в себе элементы бюджетирования, управленческого учета, экономического анализа и управления.

Причины появления на современных предприятиях контроллинга:

- повышение нестабильности внешней среды;

- смещение акцента с контроля прошлого на анализ будущего;
- реакции на изменения внешней среды;
- повышение гибкости предприятия;
- необходимость в непрерывном отслеживании изменений, происходящих во внешней и внутренней средах предприятия.

Цель контроллинга – организовать процесс управления таким образом, чтобы достичь все цели, которые ставит руководство предприятия.

Задачи контроллинга:

1. Создание информационной системы поддержки принятия управленческих решений на базе данных, поступающих из бухгалтерского, производственного и управленческого учетов.
2. Планирование деятельности предприятия.
3. Оперативный контроль деятельности всех структурных подразделений и всей организации в целом.
4. Координация деятельности системы управления организацией.

Организация службы контроллинга в корпорации имеет некоторые особенности, которые связаны со структурой корпорации: в корпорацию входит ряд предприятий и головная компания. Служба контроллинга создается как на каждом отдельном предприятии, так и в головной компании. Полученные консолидированные отчеты вместе с аналитическим сопровождением центральная служба контроллинга регулярно предоставляет президенту и вице-президентам корпорации, что позволяет высшему руководству оценивать деятельность корпорации в целом и корректировать стратегию ее развития.

4. Затраты корпорации

4.1. Понятие, состав и особенности расходов корпорации

Затраты – это стоимость ресурсов, потребленных в определенных целях. Они связаны либо с производством продукции, работ, услуг либо с возникновением иных активов.

Вся совокупность затрат объединяется в следующие группы:

1. Затраты на производство и реализацию продукции – это стоимостная оценка ресурсов, потребленных организацией в процессе производства продукции и реализации товаров, продукции, работ, услуг.
2. Затраты на воспроизводство основных средств и нематериальных активов. Это затраты долгосрочного характера, связанные с новым строительством, модернизацией, реконструкцией, техническим перевооружением основных средств и нематериальных активов. Они финансируются за счет чистой прибыли долгосрочных кредитов банка, облигационных займов, долевого участия в строительстве и др. источников.

Затраты, вовлеченные в производство и относящиеся к реализованной продукции формируют расходы отчетного периода.

Расходы – это уменьшение экономических выгод в течение отчетного периода путем уменьшения активов или увеличения обязательств, ведущее к уменьшению собственного капитала организации, не связанному с его передачей собственнику имущества, распределением между учредителями (участниками). В финансовой отчетности выделяют следующие виды расходов организации:

1. **Расходы по текущей деятельности** финансируются за счет доходов по текущей деятельности (выручки от реализации продукции без косвенных налогов). Они включают: себестоимость реализованной продукции, товаров, работ, услуг; управленческие расходы; расходы на реализацию; прочие расходы по текущей деятельности (расходы, связанные с реализацией и прочим выбытием запасов (за исключением продукции, товаров) и денежных средств, суммы создаваемых резервов по сомнительным долгам, неустойки, штрафы, пени за нарушение условий договоров, уплаченные и др.)

2. **Расходы по инвестиционной деятельности:** связанные с реализацией и прочим выбытием инвестиционных активов, суммы недостач и потерь от порчи инвестиционных активов; расходы,

связанные с участием в уставных фондах других организаций; расходы по договорам о совместной деятельности и др. Возмещаются за счет доходов по инвестиционной деятельности.

3. **Расходы по финансовой деятельности:** проценты, подлежащие к уплате за пользование организацией кредитами, займами (за исключением процентов по кредитам, займам, которые относятся на стоимость инвестиционных активов); расходы, связанные с получением во временное пользование (временное владение и пользование) имущества по договору финансовой аренды (лизинга); расходы, связанные с выпуском, размещением, обращением и погашением долговых ценных бумаг собственного выпуска; курсовые разницы, возникающие от пересчета активов и обязательств, выраженных в иностранной валюте и др. Возмещаются за счет доходов по финансовой деятельности.

Классификация затрат для целей управления

По способу включения в себестоимость конкретного вида продукции затраты на производство подразделяются на группы:

1. Прямые затраты вызваны конкретным видом продукции. Это стоимость потреблённого сырья, материалов, электроэнергии на производственные цели, заработная плата производственных рабочих (сдельная). Они включаются в себестоимость конкретного вида продукции на основании данных первичных документов.

2. Косвенные затраты образуются по нескольким видам продукции. Они связаны с одержанием производственного и административного персонала, зданий, оборудования, оплатой услуг, налогов, включаемых в себестоимость и др. Они распределяются между видами продукции на основании утвержденной в учетной политике базы распределения, т.е. пропорционально:

- трудозатратам (заработная плата производственных рабочих, человеко-часам);
- времени, отработанному производственными рабочими;
- времени, отработанному оборудованием;
- произведенным единицам продукции.

По поведению затраты подразделяются на группы:

1. Переменные. Они зависят от объема производства. Изменение объема производства вызывает прямо пропорциональное изменение затрат. Это, как правило, стоимость сырья, материалов, электроэнергии на производственные цели, сдельная заработная плата производственных рабочих.

2. Постоянные. Они остаются одинаковыми независимо от объема производства. Это, как правило, амортизация, арендные платежи, страховые взносы, управленческие расходы.

3. Полупостоянные. Они зависят от объема производства, но не изменяются прямо пропорционально ему – они растут ступенчато, т.е. постоянны до определенного объема производства, после чего увеличиваются. Для проведения маржинального анализа их следует отнести к переменным или постоянным.

4. Смешанные. Они состоят из переменной и постоянной части. Для их разделения используется метод наибольших и наименьших значений. Суть этого метода состоит в изучении затрат и объема производства за прошедший период, выборе наиболее высокого и низкого объема производства и сравнении изменений в затратах на этих двух уровнях. Например:

Показатели	Объем производства, шт.	Смешанные затраты, тыс. руб.
Минимальный объем пр-ва	12 000	20 000
Максимальный объем пр-ва	48 000	39 000
Разница	36 000	19 000

Переменные затраты на 1 ед. продукции составят

$$\frac{\text{Разница в затратах}}{\text{Разница в объеме производства}} = \frac{19000}{36000} = 0,5278 \text{ руб.}$$

Сумма постоянных затрат в составе смешанных:

$$20\ 000 - 12\ 000 \times 0,5278 = 13666 \text{ тыс. руб.}$$

$$39\ 000 - 48\ 000 \times 0,5278 = 13666 \text{ тыс. руб.}$$

Для принятия управленческих решений крайне различают затраты:

1. Релевантные – это затраты, которые могут быть изменены в результате принятия решений.
2. Нерелевантные – это затраты, которые не зависят от принятия решений.

Для контроля деятельности отдельных подразделений и оценки работы их руководителей выделяют затраты:

1. Контролируемые – это затраты, которые менеджер может непосредственно контролировать или оказывать на них значительное влияние.
2. Неконтролируемые – это затраты, которые менеджер не может контролировать или влиять на них.

4.2. Понятие и виды себестоимости продукции

Затраты на производство продукции образуют ее себестоимость. Основным критерием отнесения затрат на себестоимость является их связь производством и реализацией продукции. Затраты включаются в себестоимость в размере фактически произведенных сумм за исключением:

- затрат на электроэнергию,
- командировочных расходов.

Себестоимость выпущенной (товарной) продукции рассчитывается:

$$C_{\text{ТП}} = \text{НЗП}_{\text{нач}} + Z - \text{НЗП}_{\text{кон}},$$

где $\text{НЗП}_{\text{нач}}$, $\text{НЗП}_{\text{кон}}$ – незавершенное производство на начало и конец месяца;

Z – затраты на производство продукции за отчетный месяц.

Себестоимость реализованной продукции рассчитывается:

$$C_{\text{реализ}} = O_{\text{ГП нач}} + C_{\text{ТП}} - O_{\text{ГП кон}},$$

где $O_{\text{ГП нач}}$, $O_{\text{ГП кон}}$ – остаток нереализованной готовой продукции на начало и конец месяца.

В зависимости от вида потребляемых ресурсов затраты на производство продукции (работ, услуг) подразделяются на 5 экономических элементов:

1. Материальные затраты.
2. Затраты на оплату труда.
3. Отчисления на социальные нужды.
4. Амортизация основных средств и нематериальных активов.
5. Прочие.

Для упрощения процедуры планирования и учета затрат используют калькуляционные статьи затрат. Группировка затрат по статьям, их состав и методы распределения между видами продукции определяются отраслевыми методическими рекомендациями по планированию, учету и калькулированию себестоимости продукции с учетом характера и структуры производства или учетной политикой организации.

4.4. Финансовый контроль над уровнем затрат по местам их возникновения

Среди внутренних инструментов повышения эффективности деятельности компании огромное значение имеет организация контроля над уровнем затрат. Причем для управления необходима не общая сумма затрат, а затраты в разрезе видов деятельности, структурных подразделений – центров ответственности.

Контроль затрат начинается на этапе из производственного потребления. Поэтому финансовая наука рассматривает формирование затрат по местам возникновения, центрам затрат и центрам ответственности.

Местом возникновения затрат называется место, где они фактически образовались. Это структурные подразделения (цеха, бригады, отделы, участки), которые представляют собой объекты нормирования, планирования и аналитического учета затрат производства с целью контроля и управления затратами. В специальной литературе их подразделяют на группы:

- производственные – цеха, участки, бригады;
- вспомогательные и обслуживающие – лаборатории; транспортное, ремонтное, складские хозяйства; отдел снабжения; отделы и службы управления.

Примерно в середине 40-х годов XX века появляется понятие «центр затрат». По своей природе каждое рабочее место – это центр затрат. Однако вести учет с такой детализацией затруднительно. *Центры затрат* – область ответственности внутри организации, менеджер которой отвечает лишь за произведенные затраты. Основой выделения центров затрат являются выполняемые функции или операции. Практически все структурные подразделения как производственные, так и обслуживающие, вспомогательные, на промышленных предприятиях Республики Беларусь функционируют как центры затрат. Степень детализации центров затрат зависит от трудоемкости учета и возможной эффективности использования полученной информации. Центры затрат отличаются от мест возникновения затрат тем, что представляют собой группировки затрат в аналитическом учете по отдельным работам, операциям, функциями внутри производственных подразделений.

Сформированная американским ученым Дж. Хиггинсом концепции учета затрат по центрам ответственности обосновала необходимость аккумуляции и отражения затрат в отчетах на определенных уровнях управления. Именно люди, участвующие в процессе управления, должны отвечать за целесообразность возникновения того или иного вида расходов. Поэтому *центр ответственности* — это структурный элемент предприятия, его экономический субъект, в пределах которого менеджер несет ответственность за целесообразность понесенных расходов. Администрация сама решает, в каком разрезе классифицировать затраты, насколько детализировать места их возникновения и как их увязать с центрами ответственности.

4.5. Методы планирования себестоимости продукции

Планирование затрат на производство и реализацию продукции осуществляется несколькими методами:

1. Планирование *прямым методом* осуществляется в разрезе статей затрат и базируется на данных об объемах выпускаемой продукции, технически обоснованных нормах потребления сырья, материалов, покупных полуфабрикатов, потребления топлива и электроэнергии на технологические цели и их цен и тарифов; сдельных расценок заработной платы и т.д.

2. Планирование себестоимости *методом технико-экономических факторов* базируется на фактических данных за период, предшествующий планируемому (базовый). В основе этого метода лежит анализ зависимости между затратами и факторами, оказывающими влияние на их изменение:

- совершенствование техники, технологии производства;
- изменение ассортимента, структуры выпуска продукции;
- изменение норм расходования материалов, энергии и др. факторы.

Плановая себестоимость производимой и реализуемой продукции (работ, услуг) определяется как по отдельным видам продукции, товаров (работ, услуг), так и по организации в целом.

Расчет себестоимости по технико-экономическим факторам составляется по следующей схеме:

1. Определяются затраты базисного года на 1000 рублей товарной продукции и себестоимость единицы продукции.

2. Путем умножения затрат базисного года на объем товарной продукции планируемого года (или на количество товарной продукции в натуральном выражении) подсчитывается ее себестоимость при сохранении условий производства и реализации продукции в базисном году.

3. Определяется снижение затрат, включаемых в себестоимость продукции, обусловленное влиянием отдельных технико-экономических факторов.

4. Из ранее подсчитанной себестоимости товарной продукции планируемого года (п.2) вычитается общая сумма снижения затрат и определяется себестоимость товарной продукции в условиях производства и реализации планируемого года.

5. Доходы корпорации

5.1. Состав и структура денежных доходов корпорации

Доходы – это увеличение экономических выгод в течение отчетного периода путем увеличения активов или уменьшения обязательств, ведущее к увеличению собственного капитала организации, не связанному с вкладами собственника ее имущества (учредителей, участников).

Критерием выделения доходов от основной деятельности по МСФО является принцип стабильности их получения. Если для организации получение конкретных доходов (полученная арендная плата) является стабильным – они отражаются в составе доходов от обычной деятельности.

В финансовой отчетности организаций Республики Беларусь выделяют следующие доходы:

1. *Доходы по текущей деятельности.* Они включают:

1.1. Выручка от реализации продукции, товаров, работ, услуг без косвенных налогов.

1.2. Прочие доходы по текущей деятельности:

- доходы, связанные с реализацией и прочим выбытием запасов (за исключением продукции, товаров) и денежных средств;
- суммы излишков запасов, денежных средств, выявленных в результате инвентаризации;
- стоимость запасов, денежных средств, выполненных работ, оказанных услуг, полученных или переданных безвозмездно;
- доходы, связанные с государственной поддержкой, направленной на приобретение запасов, оплату выполненных работ, оказанных услуг, финансирование текущих расходов;
- доходы, связанные с чрезвычайными ситуациями и др.

2. *Доходы по инвестиционной деятельности:*

- доходы, связанные с реализацией и прочим выбытием инвестиционных активов, реализацией (погашением) финансовых вложений;
- суммы излишков инвестиционных активов, выявленных в результате инвентаризации;
- доходы по договорам о совместной деятельности;
- доходы по финансовым вложениям в долговые ценные бумаги других организаций (в случае, если организация не является профессиональным участником рынка ценных бумаг);
- стоимость инвестиционных активов, полученных или переданных безвозмездно;
- доходы, связанные с предоставлением во временное пользование (временное владение и пользование) инвестиционной недвижимостью и др.

3. *Доходы по финансовой деятельности:*

- доходы, связанные с выпуском, размещением, обращением и погашением долговых ценных бумаг собственного выпуска;
- положительные курсовые разницы, возникающие от пересчета активов и обязательств, выраженных в иностранной валюте;
- положительные разницы между фактическими затратами на выкуп акций и их номинальной стоимостью (при аннулировании выкупленных акций) или стоимостью, по которой указанные акции реализованы третьим лицам (при последующей реализации выкупленных акций) и др.

5.2. Порядок формирования и планирования выручки от реализации продукции, работ, услуг

Основным источником доходов является выручка от реализации продукции, товаров, работ, услуг (без косвенных налогов). Выручка – это денежные средства, полученные или подлежащие получению за реализованные товары, готовую продукцию, оказанные услуги.

Планирование выручки осуществляется:

1. *Прямой метод.* Его сущность заключается в том, что выручка рассчитывается по каждому изделию, группе изделий путем умножения планового объема продаж на плановую цену продукции.

2. *Расчетным методом.* При его использовании планирование осуществляется исходя из общего объема товарного выпуска продукции в плановом периоде и переходящих остатков готовой продукции на начало и конец периода. Плановая выручка ($B^{пл}$) определяется по формуле 5.1.

$$B^{пл} = ГП_{нач} + T - ГП_{кон} \quad (5.1)$$

где $ГП_{нач}$, $ГП_{кон}$ – остатки нереализованной готовой продукции в ценах реализации на начало и конец планового периода;

T – выпуск товарной продукции в плановом году определяется на основе полученного госзаказа, заключенных договоров на поставку, заявок покупателей. Он включает: стоимость готовой продукции, произведенной из своего сырья; стоимость отпущенных полуфабрикатов собственного производства; стоимость работ (услуг) промышленного характера (в т.ч. капитального ремонта оборудования и транспортных средств); стоимость переработки сырья заказчика.

Остатки готовой продукции на начало планового периода устанавливаются с учетом их фактического наличия на последнюю отчетную дату и предстоящих объема выпуска, отгрузки до начала планового периода. Стоимость остатков в ценах реализации определяется с помощью коэффициента пересчета, рассчитываемого как отношение объема выпуска продукции в ценах реализации в 4 квартале отчетного года к производственной себестоимости продукции того же периода.

Остатки готовой продукции на конец планового года рассчитываются исходя из однодневного выпуска в планируемых ценах в 4 квартале и соответствующей нормы запаса в днях.

Прогноз выручки может осуществляться по **методу точки безубыточности**. Точка безубыточности ($T_б$) – это такой объем выручки от реализации, при котором организация не получает ни прибыли ни убытков. Рассчитывается по формуле:

$$T_б = \frac{З_{пост}}{У_{мд}}, \quad (\text{руб.})$$

где $З_{пост}$ – сумма постоянных затрат;

$У_{мд}$ – уровень маржинального дохода.

Уровень маржинального дохода ($У_{мд}$) рассчитывается по формуле:

$$У_{мд} = \frac{МД}{В_{нетто}}$$

где $МД$ – сумма маржинального дохода;

$В_{нетто}$ – выручка от реализации продукции, товаров, работ, услуг без косвенных налогов.

Сумма маржинального дохода ($МД$) определяется по формулам:

$$\begin{aligned} МД &= В_{нетто} - З_{ереем} \\ МД &= З_{пост} + Пр, \end{aligned}$$

где $З_{ереем}$ – сумма переменных затрат;

$Пр$ – прибыль от реализации продукции, товаров, работ, услуг.

Если фактический объем реализации превышает объем реализации в точке безубыточности – организации имеет запас финансовой прочности ($ЗФП$). Его абсолютная величина рассчитывается по формуле 5.5.

$$ЗФП = В_{нетто}^{факт} - T_б,$$

где $В_{нетто}^{факт}$ – фактически полученная выручка без косвенных налогов.

Запас финансовой прочности показывает, на сколько можно снизить объем продаж без риска получения убытков.

Относительный уровень запаса финансовой прочности ($У_{ЗФП}$) рассчитывается по формуле 5.6.

$$У_{ЗФП} = ЗФП : В_{нетто}^{факт} \times 100$$

Прогнозирование объемов реализации может осуществляться на **основании анализа тенденций их изменения за ряд предшествующих лет**. Изучается динамика объемов реализации по каждому виду продукции и оценивается поведение объемов деятельности в будущем исходя из предположения о неизменности сложившихся тенденций. Затем оцениваются перспективы развития деловой активности в разрезе тех сегментов рынка, на которые рассчитывает организация. Изучаются будущие производственные возможности организации, возможности выпуска новой

продукции, ценовые стратегии и деловые возможности конкурентов. Устанавливается объем реализации, который может быть получен на основании уже заключенных договоров поставки. Затем полученный приблизительный прогноз на основе выявленных тенденций корректируется с учетом возможности рынка. Прогноз составляется по каждому виду продукции и в разрезе покупателей.

Важным моментом в организации финансовой работы является не только планирование объемов деятельности, но и контроль выполнения плановых заданий. Ежемесячно проводится контроль выполнения плана продаж по всем запланированным показателям. При этом выявляются отклонения фактических показателей от плановых по всем видам продукции и выявляются причины значимых отклонений (более 5%) как в меньшую, так и в большую сторону, определяются меры по снижению отклонений. Если отклонения от плановых показателей больше допустимых (обычно 20%), то план следует скорректировать.

5.3. Ценовая политика корпорации и ее влияние на выручку от реализации продукции

Ценовая политика является одним из ключевых моментов управления выручкой от реализации, который обеспечивает наиболее важные приоритеты производственного и научно-технического развития организации. Она влияет на объем эксплуатационной деятельности, формирование ее маркетинговой стратегии и финансовое состояние.

Ценовая политика является действенным инструментом укрепления позиций организации на товарном рынке. В общем виде управление ценами в организации почти всегда связано с изменением уровня цен.

Важным средством управления и контроля над формированием цен в организации выступает составление и исполнение плановой калькуляции себестоимости изделия, а также анализ фактической калькуляции затрат на его производство и сбыт. Управление ценой – это, прежде всего, управление производственной себестоимостью выпуска отдельных видов продукции. Именно здесь может быть создан резерв на утверждение пониженной цены на изделия за счет экономии себестоимости продукции.

Финансовая служба может осуществлять *управление ценами при их формировании следующими методами:*

1. Установление (пересмотр) уровня базовых отпускных цен. Осуществляется на основе плановых калькуляций.

2. Установление и применение скидок и надбавок к базовым ценам по видам и наименованиям изделий.

Для формирования базовой цены в отечественной и зарубежной практике наиболее часто применяется

1. *Метод полной себестоимости.* Свободная отпускная цена (СОЦ) на продукцию определяется по формуле 5.7.

$$\text{СОЦ} = C_{\text{полн}} + (C_{\text{полн}} \times R : 100) + N_{\text{косв}}, \quad (5.7)$$

где $C_{\text{полн}}$ – полная себестоимость единицы продукции;

R – процент рентабельности продукции, закладываемый в цену;

$N_{\text{косв}}$ – косвенные налоги, закладываемые в цену согласно законодательства.

2. *Метод формирования цены товара исходя из маржинальных затрат.* Он базируется на разделении полной себестоимости на прямые и косвенные затраты. Для этого подсчитывается общая сумма прямых переменных затрат на единицу изделия к которой добавляется желательная величина валовой маржи на единицу этого изделия. Валовая маржа на единицу изделия определяется исходя из прогнозируемых на год показателей: выпуска продукции, постоянных затрат и желаемой прибыли. Цена определяется по формуле 5.8.

$$\text{СОЦ} = Z_{\text{перем}} + (Z_{\text{перем}} \times K_{\text{мд}}) + N_{\text{косв}}, \quad (5.8)$$

где $Z_{\text{перем}}$ – прямые переменные затраты на единицу изделия;

K – коэффициент распределения маржинального дохода.

Когда производство продукции осуществляется не на одном предприятии, а расплывлено, то возникает необходимость устанавливать цены, по которым комплектующие перемещаются между подразделениями. Если дочерние компании будут определять цены самостоятельно – они будут

стремиться их увеличить, что негативно скажется на себестоимости готовой продукции. Поэтому используют трансфертное ценообразование.

Трансфертные цены — это цены, применяемые внутри компании при реализации продукции между ее подразделениями, а также между разными компаниями, но входящими в одно объединение. По таким ценам совершается купля-продажа сырья, комплектующих и других ресурсов родственными компаниями. Как правило, данные о трансфертных ценах ограничены, они составляют коммерческую тайну, а их уровень и соотношения значительно отличаются от цен при поставках продукции на рынок.

Трансфертные цены должны способствовать целенаправленному перемещению части прибыли между подразделениями в интересах компании в целом. Налоговое законодательство некоторых стран позволяет налоговым органам совершать перерасчет налога при отклонении цен от рыночных в сделках взаимозависимых лиц, то есть при выявлении применения трансфертных цен. В 2007 г. подписан протокол об обмене информацией по контролю за трансфертным ценообразованием между налоговыми и таможенными органами государств-членов Евразийского экономического сообщества.

Так, с 2012г. в Республике Беларусь осуществляется налоговый контроль за трансфертными ценами (ст. 30-1 Налогового кодекса Республики Беларусь).

6. Финансовые результаты корпорации

6.1. Экономическое содержание, функции и виды прибыли

Прибыль является показателем, с помощью которого оценивается эффективность деятельности организации. В соответствии с концепцией б/у в рыночной экономике прибыль следует рассматривать как стоимостную оценку увеличения производственных возможностей организации за отчетный период. Прибыль выступает основным источником самофинансирования и прироста собственного капитала.

Прибыль – это расчетный и поэтому достаточно условный показатель. В зависимости от набора включенных в рассмотрение факторов и их количественной оценки могут рассчитываться различные показатели прибыли:

1. **Маржинальная прибыль (МП)** рассчитывается:

$$МП = V_{\text{нетто}} - Z_{\text{перем}},$$

где $V_{\text{нетто}}$ – выручка от реализации продукции, товаров, работ, услуг без косвенных налогов;

$Z_{\text{перем}}$ – переменные затраты.

2. **Валовая прибыль (ВП)** рассчитывается:

$$ВП = V_{\text{нетто}} - C_{\text{реализ}},$$

где $C_{\text{реализ}}$ – себестоимость реализованной продукции, товаров, работ, услуг (т.е. прямые затраты и распределяемые переменные косвенные затраты, непосредственно связанные с производством продукции, выполнением работ, оказанием услуг, относящиеся к реализованной продукции) товаров (т.е. покупная стоимость реализованных товаров).

3. **Прибыль от реализации продукции (Пр)** рассчитывается:

$$Пр = V_{\text{нетто}} - C_{\text{реализ}} - Упр_{\text{расх}} - Р_{\text{реализ}},$$

где $Упр_{\text{расх}}$ – управленческие расходы;

$Р_{\text{реализ}}$ – расходы на реализацию.

4. **Прибыль по текущей деятельности ($\Pi_{\text{тек}}$)** рассчитывается:

$$\Pi_{\text{тек}} = Пр + D_{\text{проч тек. д.}} - R_{\text{проч тек. д.}},$$

где $D_{\text{проч тек. д.}}$ – прочие доходы по текущей деятельности;

$R_{\text{проч тек. д.}}$ – прочие расходы по текущей деятельности.

5. **Прибыль по инвестиционной и финансовой деятельности ($\Pi_{\text{и ф}}$)** рассчитывается:

$$\Pi_{\text{и ф}} = D_{\text{и ф}} - R_{\text{и ф}},$$

где $D_{ИиФ}$ – доходы от инвестиционной и финансовой деятельности;
 $P_{ИиФ}$ – расходы от инвестиционной и финансовой деятельности.

6. **Прибыль до налогообложения** ($\Pi_{доНО}$) рассчитывается:

$$\Pi_{доНО} = \Pi_{тек} + \Pi_{ИиФ}$$

7. **Чистая прибыль** (ЧП) рассчитывается:

$$\text{ЧП} = \Pi_{доНО} - N_{\Pi} - N_{\text{проч}} +/- \Delta \text{ОНА} +/- \Delta \text{ОНО},$$

где N_{Π} – налог на прибыль;

$N_{\text{проч}}$ – прочие налоги из прибыли;

$\Delta \text{ОНА}$ – изменение отложенных налоговых активов;

$\Delta \text{ОНО}$ – изменение отложенных налоговых обязательств.

8. **Совокупная прибыль** ($\Pi_{с}$) рассчитывается:

$$\Pi_{с} = \text{ЧП} + P_{\text{переоц}} + P_{\text{проч}},$$

где $P_{\text{переоц}}$ – результат от переоценки долгосрочных активов, не включаемый в чистую прибыль;

$P_{\text{проч}}$ – результат от прочих операций, не включаемый в чистую прибыль.

9. **Базовая прибыль** ($\Pi_{баз}$) рассчитывается:

$$\Pi_{баз} = \text{ЧП} - D_{\text{привилег}},$$

где $D_{\text{привилег}}$ – дивиденды по привилегированным акциям за отчетный период.

6.2. Стоимостная оценка факторов, формирующих прибыль

Прибыль – одна из самых сложных категорий финансовой науки. На ее величину влияют следующие положения учетной политики организации:

1. Амортизационная политика. Сумма начисленной амортизации по объектам, используемым в предпринимательской деятельности, включается в затраты на производство и реализацию, расходы на управление, т.е. участвует в формировании расходов отчетного периода. Следовательно изменение способа и метода начисления амортизации, приводящее к росту или снижению начисленной амортизации напрямую влияет на финансовый результат деятельности организации.

2. Способ оценки отпуска на производство сырья, материалов и др. материальных ресурсов. Материальные ресурсы могут быть оценены следующими способами:

- по себестоимости каждой единицы.
- по себестоимости первых по времени приобретения запасов (способ ФИФО).
- по средней себестоимости.

В экономической литературе выделяют также способ ЛИФО, т.е. оценки запасов по ценам последних по времени закупок.

Например, выручка-нетто от реализации продукции составила 335400 тыс. руб.

Материальные затраты на производство рассчитаем исходя из таблицы 1.

Таблица 1 – Наличие материальных ресурсов

Показатели	Количество	Цена, тыс. руб.	Сумма, тыс. руб.
Остаток на начало августа	40 ед.	240	9 600
Закуплено:			
04 августа	140 ед.	260	36 400
12 августа	100 ед.	268	26 800
17 августа	150 ед.	274	41 100
25 августа	130 ед.	280	36 400
Всего с остатком	560 ед.	-	150 300

Использовано на производство 535 ед. Прочие затраты на производство 186 200 тыс. руб.
 Для упрощения расчетов нерезализованных остатков готовой продукции нет.

Решение:

При использовании метода ФИФО:

1. Материальные затраты = $40 \times 240 + 140 \times 260 + 100 \times 268 + 150 \times 274 + 105 \times 280 = 143\,300$ тыс. руб.

2. Всего затраты за период = $143\,300 + 186\,200 = 329\,500$ тыс. руб.

3. Прибыль от реализации = $335\,400 - 329\,500 = 5\,900$ тыс. руб.

При использовании метода ЛИФО:

1. Материальные затраты = $130 \times 280 + 150 \times 274 + 100 \times 268 + 140 \times 260 + 15 \times 240 = 144\,300$ тыс. руб.

2. Всего затраты за период = $144\,300 + 186\,200 = 330\,500$ тыс. руб.

3. Прибыль от реализации = $335\,400 - 330\,500 = 4\,900$ тыс. руб.

При использовании метода средневзвешенных цен:

1. Средневзвешенная цена = $150\,300 : 560 = 268,393$ тыс. руб.

2. Материальные затраты = $535 \times 268,393 = 143\,590$ тыс. руб.

3. Всего затраты за период = $143\,590 + 186\,200 = 329\,790$ тыс. руб.

4. Прибыль от реализации = $335\,400 - 239\,790 = 5\,610$ тыс. руб.

Таким образом, использование метода ФИФО приводит к занижению себестоимости и увеличению прибыли. После завершения кругооборота оборотных средств, материальные ресурсы возмещаются в составе выручки от реализации по меньшей цене. Поэтому его использование в условиях инфляции приводит к вымыванию оборотных средств, дефицит которых возмещается за счет прибыли после выплаты налогов.

6.3. Показатели рентабельности деятельности корпорации

Эффективность деятельности организации оценивается с помощью показателей рентабельности. В общем случае под рентабельностью понимается отношение прибыли к объему инвестированного капитала.

Рентабельность активов (ROA) рассчитывается по формуле:

$$ROA = \frac{ЧП}{A} \cdot 100,$$

где А – средняя величина активов за период.

Показывает, сколько рублей чистой прибыли получает компания со 100 руб., вложенных в активы.

Рентабельность собственного капитала (ROE) рассчитывается по формуле:

$$ROE = \frac{ЧП}{СК} \cdot 100,$$

где СК – средняя величина собственного капитала за период.

Показывает, сколько рублей чистой прибыли получает компания со 100 руб. собственного капитала.

Рентабельность вложенного капитала (ROI) рассчитывается по формуле:

$$ROI = \frac{ЧП}{СК + ДО} \cdot 100,$$

где ДО – средняя величина долгосрочных обязательств за период.

Показывает, сколько рублей чистой прибыли получает компания со 100 руб. капитала, не подлежащего возврату в течение финансового года.

Рентабельность продаж (ROS) рассчитывается по формуле:

$$ROS = \frac{ЧП}{B_{\text{нетто}}} \cdot 100$$

В качестве числителя может быть использована не только чистая прибыль, но и любой финансовый результат, доля которого в выручке оценивается (валовая, прибыль от реализации, прибыль до налогообложения и др.)

При оценке рентабельности компании часто используют показатель прибыли на одну акцию (EPS). Порядок ее расчета регулируется одноименным МСФО (IAS) 33 «Прибыль на акцию». Данный стандарт не является обязательным для всех организаций. Согласно требованиям МСФО (IAS) 33, компания должна раскрывать два вида прибыли на акцию:

1. **Базовую.** Базовая прибыль на акцию показывает, какая величина чистой прибыли компании приходится на одну обыкновенную акцию, находящуюся в обращении.

Она рассчитывается в отношении держателей обыкновенных акций компании и является частным от деления прибыли или убытка, относящихся к данному классу акционеров, на средневзвешенное количество обыкновенных акций в обращении за период.

Расчет показателя базовой прибыли на акцию (Basic EPS) производится по формуле:

$$BasicEPS = \frac{ЧП - ПД}{СКА} \cdot 100,$$

где ПД – посленалоговые суммы дивидендов по привилегированным акциям, разницы, возникающие после погашения привилегированных акций, и другие аналогичные эффекты привилегированных акций, классифицированных как капитал;

СКА – средневзвешенное количество акций в обращении.

Наиболее трудоемким для расчета можно назвать показатель средневзвешенного количества акций в обращении, который может быть произведен двумя способами.

- к акциям на начало года прибавляются выпущенные (отнимаются выкупленные) акции, умноженные на долю года, оставшуюся с момента их выпуска до отчетной даты.

- начиная с первого дня отчетного периода и на каждую дату изменений определяется количество акций в обращении и умножается на долю года, в течение которой данное количество находилось в обращении, после чего полученные произведения суммируются.

2. **Разводненную.** Разводненное значение прибыли на акцию отражает возможную минимальную величину чистой прибыли на обыкновенную акцию в обращении при условии, что компания выполнит все имеющиеся обязательства по выпуску новых акций.

Если у компании имеются разводняющие ценные бумаги, то есть конвертируемые ценные бумаги, опционы и warrants на акции или другие права, которые при осуществлении (конвертации) могут разводнить прибыль на акцию, то необходимо раскрыть в отчетности по МСФО величину разводненной прибыли на акцию. Если же ценные бумаги компании являются антиразводняющими, компания не обязана раскрывать разводненную прибыль на акцию. Данное требование является следствием использования принципа консерватизма, согласно которому в финансовой отчетности следует показывать наихудший результат разводнения.

6.4. Оценка факторов роста прибыли и рентабельности

Показатели рентабельности формируются под воздействием большого числа факторов. Их оценить можно в рамках факторного анализа. Так, рентабельность активов может быть представлена формулой:

$$ROA = \frac{ЧП}{A} \times 100 = \frac{ЧП}{ДА + КА} \times 100,$$

где ДА – средняя величина долгосрочных активов за период;

КА – средняя величина краткосрочных активов за период.

Расчет влияния факторов осуществляется по формулам:

$$ROA_{скор1} = \frac{ЧП_0}{ДА_1 + КА_0} \times 100$$

$$ROA_{скор2} = \frac{ЧП_0}{ДА_1 + КА_1} \times 100,$$

где ЧП – чистая прибыль предшествующий период;

$ДА_0, ДА_1$ – средняя величина долгосрочных активов за предшествующий и отчетный периоды;

$КА_0, КА_1$ – средняя величина краткосрочных активов за предшествующий и отчетный периоды.

На изменение рентабельности активов оказали влияние следующие факторы:

- изменение величины долгосрочных активов, определяемое по формуле:

$$\Delta ROA_{\Delta DA} = ROA_{\text{скор } 1} - ROA_0$$

- изменение величины краткосрочных активов, определяемое по формуле:

$$\Delta ROA_{\Delta KA} = ROA_{\text{скор } 2} - ROA_{\text{скор } 1}$$

- изменение величины чистой прибыли, определяемое по формуле:

$$\Delta ROA_{\Delta ЧП} = ROA_1 - ROA_{\text{скор } 2}$$

Большую популярность в финансово-аналитической практике приобрела аналитическая модель, предложенная фирмой «Дюпон». Показатель рентабельности активов представлен следующей формулой:

$$ROA = \frac{ЧП}{A} = \frac{ЧП}{B_{\text{нетто}}} \cdot \frac{B_{\text{нетто}}}{A} = ROS \cdot K_o^A,$$

где K_o^A – коэффициент оборачиваемости активов.

В данной модели на рентабельность активов оказывают влияние следующие факторы:

- изменение оборачиваемости активов, определяемое по формуле:

$$\Delta ROA_{\Delta K} = \Delta K_o^A \times ROS_0$$

- изменение рентабельности продаж, определяемое по формуле:

$$\Delta ROA_{\Delta ROS} = \Delta ROS \times K_o^A_1$$

6.5. Методы планирования прибыли

Для планирования прибыли могут быть использованы основные методы:

1. Прямой. Сущность прямого метода заключается в последовательном планировании всех компонентов, на основании которых осуществляется расчет прибыли. Он используется в организациях с небольшим ассортиментом продукции, если известны отпускные цены и плановая себестоимость каждого наименования изделий.

2. Расчетно-аналитический. Он используется, когда не известны количество, себестоимость по всем номенклатурным позициям. Плановая прибыль от реализации продукции ($Пр^{пл}$) рассчитывается по формуле:

$$Пр^{пл} = П_н + П_{\text{тп}} - П_к,$$

где $П_н, П_к$ – прибыль в переходящих остатках готовой продукции на начало и конец планового периода;

$П_{\text{тп}}$ – прибыль от выпуска товарной продукции.

Прибыль в переходящих остатках готовой продукции на начало и конец планируемого периода рассчитывается по формулам:

$$П_н = ГПс_н \times R_{\text{отч}}$$

$$П_к = ГПс_к \times R_{\text{пл}},$$

где $ГПс_n, ГПс_k$ — остатки готовой продукции по себестоимости на начало и на конец планового периода;

$R^{отч}, R^{пл}$ — рентабельность продукции в IV кв. отчетного и планового периода, %.

Расчет прибыли от выпуска товарной продукции ($\Pi_{тп}$) ведется по следующим этапам:

- Рассчитывается прибыль по сравнимой товарной продукции на основании:
 - а) показателя затрат на рубль товарной продукции по формуле:

$$\Pi_{тп} = ТПоц^{пл} \times (1 - З),$$

где $ТПоц^{пл}$ — товарная продукция в ценах реализации на планируемый период;

$З$ — затраты на 1 рубль товарной продукции в плановом периоде.

- б) показателя базовой рентабельности по формуле:

$$\Pi_{тп} = Пр_{\Deltaобъем} + Пр_{\Deltaс},$$

Плановая сумма прибыли по сравнимой товарной продукции, обусловленная изменением объема производства ($Пр_{\Deltaобъем}$) рассчитывается по формуле:

$$Пр_{\Deltaобъем} = \frac{\Pi_{скор} \times R_б}{100},$$

Плановая сумма прибыли по сравнимой товарной продукции, обусловленная изменением себестоимости ($Пр_{\Deltaс}$) рассчитывается по формуле:

$$Пр_{\Deltaс} = \Pi_{скор} - \Pi^{пл} = \Pi_{скор} \times \Delta C \div 100$$

Базовая рентабельность ($R_б$) рассчитывается по формуле:

$$R_б = \frac{\Pi_о}{C_о} \times 100,$$

где $\Pi_о$ — прибыль по товарной или реализованной продукции за отчетный год;

$C_о$ — себестоимость товарной или реализованной продукции в отчетном году.

Скорректированная товарная продукция планируемого года по уровню затрат отчетного года ($\Pi_{скор}$) рассчитывается по формуле:

$$\Pi_{скор} = \frac{\Pi^{пл} \times 100}{100 - \Delta C},$$

где $\Pi^{пл}$ — полная себестоимость сравнимой товарной продукции на планируемый период;

ΔC — запланированный процент снижения себестоимости.

- Определяется влияние на прибыль по сравнимой продукции факторов: изменение себестоимости, ассортимента, цен реализации, качества и др.
- Определяется прибыль по несравнимой товарной продукции прямым методом.
- Сводный расчет прибыли: к прибыли по сравнимой товарной продукции добавляются суммы изменения прибыли под влиянием рассчитанных факторов и добавляется прибыль по несравнимой товарной продукции.

7. Дивидендная политика и регулирование курса акций

7.1. Понятие и факторы, определяющие дивидендную политику корпорации

Чистая прибыль, полученная компанией за отчетный период, распределяется следующим образом: часть прибыли выплачивается в виде дивидендов, а оставшаяся часть прибыли реинвестируется в активы компании. Реинvestированная часть прибыли является внутренним источником финансирования деятельности компании. Это более приемлемая и относительно дешевая

форма финансирования компании, расширяющей свою деятельность. Реинвестирование прибыли позволяет избежать дополнительных расходов, которые имеют место при выпуске новых акций или наращивании заимствований. Таким образом, **дивидендом** является часть чистой прибыли акционерного общества, подлежащая распределению среди акционеров, приходящаяся на одну простую или привилегированную акцию.

Источниками выплаты дивидендов могут выступать:

1. Чистая прибыль отчетного периода.
2. Нераспределенная прибыль прошлых лет.
3. Специальные фонды, созданные для этой цели.

Дивиденд по привилегированным акциям устанавливается акционерным обществом в фиксированном размере на одну акцию при их выпуске. В первую очередь производится начисление и выплата дивидендов по привилегированным акциям, затем – по простым акциям. На получение дивидендов имеют право только те лица, которые зарегистрированы в Реестре владельцев акций не позднее, чем за 30 дней до официально объявленной даты выплаты дивидендов.

Под **дивидендной политикой** понимают упорядоченную систему принципов и подходов, которыми руководствуются собственники компании при определении той доли имущества, которую они считают целесообразным распределить в виде дивидендов по окончании очередного отчетного периода.

При формировании дивидендной политики необходимо учитывать и классическую формулу: «курс акций прямо пропорционален дивиденду и обратно пропорционален процентной ставке по альтернативным вложениям». Однако она применима на практике далеко не во всех случаях. Инвесторы могут высоко оценить стоимость акций предприятия даже и без выплаты дивидендов, если они хорошо информированы о его программах развития, причинах невыплаты или сокращения выплаты дивидендов и направлениях реинвестирования прибыли. Дивидендная политика должна учитывать следующие факторы:

1. Правовое регулирование дивидендных выплат. Акционерное общество не вправе принимать решения об объявлении и выплате дивидендов, выплачивать дивиденды, если:

- уставный фонд оплачен не полностью;
- стоимость чистых активов меньше суммы его уставного фонда и резервных фондов либо станет меньше их суммы в результате выплаты дивидендов;
- общество имеет устойчивый характер неплатежеспособности в соответствии с законодательством об экономической несостоятельности (банкротстве) или если указанный характер появится в результате выплаты дивидендов;
- не завершено в соответствии с законодательством выкуп акций по требованию его акционеров.

2. Финансовое положение компании. Выплата дивидендов может создать трудности с ликвидностью, ослабить финансовую устойчивость и способность привлекать заемные источники финансирования без ущерба сложившейся структуре капитала.

3. Инвестиционные возможности. При прочих равных условиях, чем большая часть прибыли расходуется на выплату дивидендов, тем меньше средств может быть реинвестировано в компанию, тем медленнее темпы ее роста и тем медленнее рост курсовой стоимости ее акций.

4. Предпочтения инвесторов и акционеров. Если в стране подоходный налог выше ставки налога на прибыль, то инвесторы для минимизации налоговых выплат могут предпочесть получать доход не в виде дивидендов, а в виде прироста курсов акций. Кроме того, состав акционеров воздействует на деятельность компании. Разные акционеры заинтересованы в разных способах получения дохода от инвестиций в акции: богатые – предпочитают реинвестирование прибыли, пенсионеры – испытывают потребность в текущих выплатах дивидендов.

5. Сопоставление стоимости собственного и привлеченного капитала.

Если компания увеличивает дивиденды – растет курс акций, но выплата дивидендов снижает возможности реинвестирования, что уменьшает темп прироста масштабов деятельности, а это ведет к снижению курса акций. Таким образом, оптимальная дивидендная политика должна уравновешивать эти противоположности.

7.2. Подходы к обоснованию оптимальной дивидендной политики

В теории финансов получили известность три подхода к обоснованию оптимальной дивидендной политики.

1. Теория иррелевантности дивидендов разработана Ф. Модильяни и М. Миллером в работе 1961 г. Они утверждали, что совокупное богатство акционеров в большей степени зависит от правильности инвестиционной политики, а не от того, в какой пропорции прибыль подразделяется на выплаченные дивиденды и реинвестированную прибыль. Дивидендная политика проводится по остаточному принципу, т. е.: составляется оптимальный бюджет капиталовложений и рассчитывается требуемая сумма инвестиций; определяется схема финансирования инвестиционного портфеля при условии максимально возможного финансирования за счет реинвестирования прибыли и поддержания целевой структуры источников; дивиденды выплачиваются в том случае, когда не вся прибыль использована в целях инвестирования.

2. Теория существенности дивидендной политики разработана М. Гордоном и Дж. Линтнером в начале 50-х годов XX столетия. Она предполагает, что инвесторы, исходя из принципа минимизации риска, всегда предпочитают текущие дивиденды доходам, потенциально возможным лишь в будущем, в том числе и возможному приросту акционерного капитала, их удовлетворяет меньшая норма прибыли на инвестированный капитал, используемая в качестве коэффициента дисконтирования, что приводит к возрастанию рыночной оценки акционерного капитала. Таким образом, основной вывод Гордона и Линтнера: в формуле общей доходности дивидендная доходность имеет приоритетное значение; увеличивая долю прибыли, направляемую на выплату дивидендов, можно способствовать повышению рыночной стоимости компании, т. е. увеличению благосостояния ее акционеров.

3. Теория налоговой дифференциации Р. Литценбергера и К. Рамасвами, разработанная в конце 70-х – начале 80-х годов, определяет, что приоритетное значение, с позиции акционеров, имеет не дивидендная, а капитализированная доходность, поскольку полученные дивиденды облагаются налогом по более высокой ставке. Исходя из этого, компании невыгодно платить высокие дивиденды, а ее рыночная стоимость максимизируется при относительно низкой доле дивидендов в прибыли.

В мировой практике разработаны различные варианты дивидендных выплат по обыкновенным акциям:

1. Остаточная политика дивидендных выплат предполагает, что сумма выплачиваемых дивидендов определяется после того, как за счет прибыли удовлетворена потребность в формировании собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих в полной мере реализацию инвестиционных возможностей компании.

2. Постоянного процентного распределения прибыли. Он предполагает неизменность коэффициента дивидендного выхода, но уровень дивиденда может резко колебаться в зависимости от размера получаемой прибыли.

3. Фиксированных дивидендных выплат, независимо от дохода предусматривает регулярную выплату неизменного размера дивиденда на одну акцию.

4. Выплаты гарантированного минимума и экстра-дивидендов гарантирует регулярные фиксированные дивиденды, а в случае успешной деятельности предприятия – экстра-дивиденды.

5. Выплаты дивидендов акциями.

7.3. Взаимосвязь дивидендных, инвестиционных и финансовых решений

Дивидендную политику компании характеризуют следующие показатели:

1. Чистая прибыль на одну акцию (EPS) определяется как соотношение чистой прибыли за минусом суммы дивидендов по привилегированным акциям и количества простых акций в обращении.

2. Норма дивиденда представляет собой удельный вес дивидендов в чистой прибыли.

3. Коэффициент дивидендного выхода, т.е. удельный вес прибыли, направляемой на выплату дивидендов по обыкновенным акциям.

4. Коэффициент цена-прибыль. Соотношение рыночной цены акции и прибыли на акцию показывает рыночную оценку чистой прибыли компании, то есть, во сколько фондовый рынок оценивает его чистую прибыль. Чем выше этот показатель, тем большую ценность представляет акция на фондовом рынке.

5. Дивидендная доходность акций определяется отношением величины годового дивиденда на акцию к ее рыночной цене.

Благосостояние акционеров во многом зависит от дивидендной политики компании, которая влияет на курсовую стоимость акций.

Так, между величиной дивидендов и стоимостью акций существует прямо пропорциональная зависимость. Она базируется на одной из основных моделей оценки акций – модели Гордона:

$$Vt = \frac{D_1}{r - g},$$

где Vt — теоретическая стоимость акции;

D_1 — ожидаемый дивиденд очередного периода;

r — приемлемая доходность (коэффициент дисконтирования);

g — ожидаемый темп прироста дивидендов.

Из представленного выражения видно, что чем больше ожидаемый дивиденд и чем выше темп его прироста, тем больше теоретическая стоимость акции. Повышение стоимости акции равносильно увеличению благосостояния акционеров.

В практике используются некоторые приемы искусственного регулирования курсовой цены акций, которые при определенных условиях могут оказать влияние и на размер выплачиваемых дивидендов.

1. Операция дробления акций, называемая также их расщеплением или сплитом, не относится непосредственно к форме выплаты дивидендов, однако она может влиять как на размер дивидендов, так и на курсовую стоимость акций. В литературе описаны ситуации, когда дробление акций приводило к росту капитализированной стоимости компании ввиду повышения ликвидности акций и, следовательно, роста числа потенциальных акционеров. Дробление акций производится обычно процветающими компаниями, акции которых со временем значительно повышаются в цене.

2. Процедура консолидации акций, т.е. уменьшения числа находящихся в обращении акций путём их пропорционального объединения, может быть использована для процедуры биржевого листинга, который предусматривает минимальную цену акции. Это повышает ликвидность акции и как следствие ее цену.

3. Методика выкупа акций. Компания может выкупить собственные акции для предоставления своим работникам возможности стать акционерами своей компании, для уменьшения числа владельцев компании, для повышения курсовой цены и др. В результате число акций в обороте уменьшается, прибыль на одну акцию, как правило, возрастает, что приводит к повышению рыночной цены акций. Дивидендные выплаты заменяются доходом от прироста капитала.

8. Экономическая оценка имущества корпорации

8.1. Понятие и состав имущества корпорации

Согласно Гражданскому кодексу Республики Беларусь **имущество** — совокупность вещей, которые находятся в собственности какого-либо физ. или юр. лица (включая деньги и ценные бумаги), а также их имущественных прав на получение вещей или имущественного удовлетворения от других лиц.

К недвижимым вещам (недвижимому имуществу, недвижимости) относятся земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все, что прочно связано с землей, то есть объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно, в том числе леса, многолетние насаждения, здания, сооружения.

В финансовой практике выделяют понятия:

1. Инвестиционная недвижимость — земельные участки, здания, сооружения, изолированные помещения, машино-места (недвижимое имущество), находящиеся в собственности, хозяйственном ведении или оперативном управлении организации, которые сданы другим лицам в аренду (за исключением финансовой аренды (лизинга), проката).

2. Операционная недвижимость — недвижимое имущество, находящееся в собственности, хозяйственном ведении или оперативном управлении организации, которое используется в деятель-

ности организации, в том числе в производстве продукции, при выполнении работ, оказании услуг, для управленческих нужд организации.

Вещи, не относящиеся к недвижимости, включая деньги и ценные бумаги, признаются движимым имуществом.

Таким образом, имущество организации отражается в активе бухгалтерского баланса.

8.2. Методы переоценки основных средств

Основные средства – это активы, имеющие материально-вещественную форму, предназначенные для использования в деятельности организации сроком более 12 месяцев, по которым предполагается получение экономических выгод от использования и не предполагается отчуждение в течение 12 месяцев с момента приобретения.

В финансовой практике применяются следующие виды стоимостных оценок основных средств:

1. Первоначальная стоимость – представляет собой сумму фактических затрат на приобретение, сооружение, изготовление, доставку и монтаж объектов в ценах того года, когда они приобретены, введены в действие и поставлены на баланс. Величина первоначальной стоимости включает фактические затраты на приобретение по покупной цене, в том числе импортные пошлины и невозмещаемые налоги на покупку, а также любые прямые затраты по приведению актива в рабочее состояние для использования по назначению.

2. Остаточная стоимость – это величина, характеризующая стоимость объекта с учетом его износа. Она определяется как разница между первоначальной стоимостью и накопленной амортизацией.

3. Переоцененная стоимость – стоимость основного средства после его переоценки.

4. Возмещаемая стоимость – наибольшая из текущей рыночной стоимости основных средств за вычетом предполагаемых расходов, непосредственно связанных с его реализацией, и ценности использования основных средств.

5. Амортизационная ликвидационная стоимость – оценочная величина в текущих ценах, которую организация планирует получить от реализации объекта основных средств, за вычетом предполагаемых затрат, связанных с их реализацией, в конце устанавливаемого срока полезного использования указанного объекта.

При составлении годового бухгалтерского баланса может проводиться переоценка основных средств. В отечественной практике используют следующие методы переоценки:

1. Индексный. При его использовании все основные средства распределяются по группам, для которых Министерством архитектуры и строительства установлен свой коэффициент пересчета. Индекс применяется к первоначальной стоимости и сумме накопленной амортизации. Разница между ними дает переоцененную стоимость.

2. Метод прямой оценки. Он заключается в пересчете стоимости отдельных объектов в цены, сложившиеся на 1 января на новые объекты, аналогичные оцениваемым. Организация может самостоятельно применять метод прямой оценки, прилагая документы с подтверждением цен (цены новых аналогов, опубликованные в газетах, журналах и др. периодических изданиях; в специальной литературе). Когда такие подтверждения представить невозможно (по зданиям, сооружениям), организация привлекает к переоценке оценщика который по результатам оценки составляет заключение, где обязательно должны быть указаны переоцененная и остаточная стоимость объекта на 1 января.

3. Метод пересчета валютной стоимости применяется, если импортные основные средства, изготовленные зарубежными производителями, приобретались за иностранную валюту. Их переоценка может быть произведена путем пересчета их первоначальной стоимости в иностранной валюте по курсу Национального банка Республики Беларусь на 31 декабря отчетного года. При этом все расходы, связанные с приобретением и монтажом, наладкой объекта, которые уплачивались в белорусских рублях, пересчитываются в иностранную валюту по курсу Национального банка на момент их уплаты и добавляются к валютной стоимости объекта.

3. Затратный подход к оценке имущества

Затратный подход к оценке недвижимости основан на допущении, что участники рынка так или иначе связывают стоимость объекта с затратами на его сооружение или приобретение. В про-

стейшем случае эта стоимость состоит из стоимости свободного участка земли и стоимости аналогичного объекта. При этом в процедуре оценки следует каким-то образом учесть наличие износа.

Наиболее дорогостоящим видом имущества, как правило, является не-движимость. Затратный метод предполагает определение полной стоимости строительства объекта на основе:

1. Восстановительной стоимости, т.е. стоимости воспроизводства точной копии объекта. Полная стоимость восстановления обычно определяется как затраты на строительство в текущих ценах на дату оценки абсолютной копии оцениваемого сооружения с использованием точно таких же материалов, планировки и отделки при том же качестве работ. Включается также ожидаемая прибыль подрядчика, определяемая по рыночным данным.

2. Стоимости замещения за вычетом накопленного износа, т.е. объема затрат на возведение аналогичного по назначению объекта в рыночных ценах на дату оценки.

Из полной стоимости строительства, определенной любым из вышеприведенных методов, вычитается износ, который учитывает потери в стоимости сооружения за счет ухудшения физического состояния, морального устаревания, действия экономических и внешних факторов или по любой иной причине (физический, моральный и внешний).

8.4. Рыночный подход к оценке имущества

Сущность рыночного подхода к оценке стоимости недвижимости состоит в определении рыночной стоимости объекта на основании анализа данных о ценах сделок купли-продажи или аренды с объектами, аналогичными объекту оценки по набору ценообразующих факторов. Этот подход более полезен в том случае, когда существует активный рынок схожих объектов собственности. В качестве элементов сравнения выбирают качество прав, местоположение, физические характеристики, условия рынка и др.

Информативность такого метода в значительной степени зависит от объема имеющихся сведений. Важно собрать проверенную информацию об имеющихся сделках по продаже сопоставимых объектов. Сведения и данные, полученные о сделках похожих объектов, включают: местоположение, физические характеристики и условия финансирования. Действенность рыночного подхода сходит на нет, если продаж прошло мало, если после них прошел длительный период времени или когда этот рынок находится в аномальном состоянии. В виду того, что рыночный подход использует данные о прошлых продажах, в ситуации неустойчивых скачков на рынке показатели стоимости могут быть неверными.

8.5. Доходный подход к оценке имущества

Доходный подход основан на предположении о том, что обладание имуществом – не самоцель для собственника, а средство извлечение выгоды. Следовательно стоимость объекта оценки определяется тем, сколько дохода он может принести.

Права собственника в этом случае учитываются (и реализуются) в виде прав на присвоение дохода.

Такая связь может быть осуществлена двумя способами:

1. Статическим. Он более прост – производится капитализация (суммирование) годового дохода от объекта.

2. Динамическим – суммируются дисконтированные потоки доходов за некоторый период, обычно заканчивающийся ликвидацией объекта.

Для того чтобы произвести капитализацию доходов надо рассчитать финансовые выгоды, которые владелец объекта недвижимости сможет получить от него в будущем за время владения объектом. Эти финансовые выгоды делятся на две части:

1. Периодические – представляют собой поток доходов за использование прав на объект недвижимости в период ожидаемого срока владения. Например, арендная плата. В качестве потока доходов используется чистый операционный доход, то есть разница между ожидаемыми суммарными арендными платежами, рассчитанными по среднерыночным арендным ставкам с учетом рисков неполной сдачи в аренду в течение прогнозируемого периода, и операционными (эксплуатационными) расходами.

2. Разовые – заключаются в выручке от перепродажи или передаче таких прав в конце рассматриваемого периода. В качестве потока следует использовать полную цену перепродажи объекта, которая состоит из будущей стоимости земельного участка, стоимости расположенных на

нем зданий и сооружений с учетом износа, а также издержками по совершению сделки по продаже.

8.6. Методы оценки производственных запасов

Производственные запасы в виде сырья и материалов непрерывно поступают на склады и используются для производства. Согласно п. 14 Инструкции по бухгалтерскому учету запасов, стоимость запасов, отпускаемых в производство, может быть оценена следующими способами:

1. По себестоимости каждой единицы.
2. По средней себестоимости.
3. По себестоимости первых по времени приобретения запасов (способ ФИФО).

В литературе выделяют также метод оценки запасов по ценам последних закупок (ЛИФО) – себестоимость запасов на конец периода рассчитывается на основе себестоимости материалов, приобретенных первыми, т.е. стоимость производственных запасов занижается.

Применение одного из перечисленных способов по группе (виду) запасов производится в течение отчетного года и определяется в учетной политике организации.

Применение метода ФИФО в условиях роста цен приводит к вымыванию оборотных средств. Т.е. в условиях роста цен не сохраняется оборотный капитал. Следовательно, при оценке полученной чистой прибыли необходимо исходить из концепции поддержания (сохранения) капитала, предусмотренной требованиями МСФО и др. учетных систем GAAP USA и др. Суть этой концепции в следующем: для объективной оценки собственниками полученного конечного финансового результата и возможностей его распределения величина собственного капитала организации должна сохраняться на неизменном уровне. Сохранение собственного капитала является обязательным условием признания в отчетном периоде прибыли.

Согласно данной концепции прибыль возникает только тогда, когда имеет место рост собственного капитала. Данное положение является принципиальным в законодательстве многих стран: Великобритания, США, Канада, Германия и др.

Таким образом, видно, что изменение метода оценки производственных запасов изменяет стоимость остатков производственных запасов, величину себестоимости и сумму, отражаемую по статье незавершенное производство, т.е. влияет на структуру активов организации.

9. Краткосрочные активы корпорации

9.1. Состав и структура краткосрочных активов

Мобильная (краткосрочная) часть активов представлена денежными средствами или иными активами, которые могут быть обращены в них в течение 1 года или 1 производственного цикла. Средства, авансированные в такие активы, называют оборотными средствами.

Краткосрочные активы отражены во II разделе бухгалтерского баланса. Они включают:

1. Запасы, в т.ч.
 - материалы – необходимые для производства запасы сырья, материалов, топлива, покупных полуфабрикатов и комплектующих изделий, инвентаря, запасных частей для ремонтов и т.п.;
 - незавершенное производство – это затраты на производство по той продукции, которая не завершена технологической обработкой;
 - готовая продукция;
 - товары.
2. Долгосрочные активы, предназначенные для реализации – долгосрочные активы, реализацию которых предполагается завершить в течение 12 месяцев.
3. Расходы будущих периодов – это расходы, произведенные в отчетном периоде, но относящиеся к будущим периодам (подписка на периодические издания, страховые взносы и т.п.).
4. Налог на добавленную стоимость по приобретенным товарам, работам, услугам – входной НДС, выделяемый поставщиками товаров или оплачиваемый на таможне.
5. Краткосрочная дебиторская задолженность – дебиторская задолженность, в том числе выданные авансы, предоплата поставщикам, подрядчикам.
6. Краткосрочные финансовые вложения – вложения в краткосрочные ценные бумаги, а также предоставленные краткосрочные займы.

7. Денежные средства и их эквиваленты – национальная и иностранная валюта по курсу национального банка, долговые ценные бумаги других организаций со сроком погашения до 3 месяцев.

8. Прочие краткосрочные активы.

В составе средств в обороте могут выделяться отдельные предметы, которые согласно п.3 Инструкции по бухгалтерскому учету запасов относятся к запасам. Это инвентарь, хозяйственные принадлежности, инструменты, оснастка и приспособления, сменное оборудование, специальная (защитная), форменная и фирменная одежда и обувь, временные (нетитульные) сооружения и приспособления. Однако инвентарь, хозяйственные принадлежности, инструменты, оснастка и приспособления, могут относиться и к основным средствам в соответствии с учетной политикой организации. Поэтому в учетной политике должен быть указан критерий отнесения их к основным средствам.

Согласно п.107 Инструкции по бухгалтерскому учету запасов стоимость отдельных предметов в составе средств в обороте переносится на затраты на производство или расходы на реализацию в следующем порядке:

- по специальным инструментам и приспособлениям (инструменты и приспособления целевого назначения, штампы, пресс-формы и подобные им предметы) – в соответствии с нормативными ставками, которые рассчитываются исходя из сметы расходов на их изготовление (приобретение) и срока их полезного использования до двух лет;
- стоимость специальных инструментов и специальных приспособлений, предназначенных для индивидуальных заказов, погашается в момент передачи их в производство данного заказа;
- по приспособлениям целевого назначения, изготовленным из сплавов драгоценных металлов, – в соответствии с нормативными ставками, которые рассчитываются исходя из части стоимости приспособлений, приходящихся на экономически обоснованные технологические потери драгоценных металлов, в течение нормативного срока их службы. При выбытии данных приспособлений в результате непригодности оставшаяся часть их стоимости относится на финансовые результаты;
- по остальным предметам – в соответствии с учетной политикой организации. Например, в размере 70% стоимости предметов при их передаче со складов в эксплуатацию и 30% стоимости при их выбытии из эксплуатации в связи с непригодностью; в иных пропорциях.

9.2. Стратегии финансирования краткосрочных активов

Финансирование краткосрочных активов осуществляется на краткосрочной основе. выделяют следующие источники:

1. Собственные источники обеспечивают имущественную и оперативную самостоятельность и финансовую устойчивость. Часть собственных средств, участвующая в формировании краткосрочных активов – собственные оборотные средства – рассчитывается по балансу как разница между перманентным капиталом (сумма собственного капитала и долгосрочных обязательств) и долгосрочными активами.

Причинами дефицита собственных оборотных средств могут быть:

- низкие финансовые результаты или вовсе убыточная деятельность;
- большой объем вложений в долгосрочные активы, когда наращиванию собственных оборотных средств не уделяется должного внимания. Эта ситуация может быть временной и с началом окупаемости вложений в долгосрочные активы собственные оборотные средства будут наращиваться;
- необоснованно высокие запасы краткосрочных активов: производственные запасы, нереализованная готовая продукция, дебиторская задолженность.

2. Заемные источники привлекаются на платной основе. К ним относятся кредиты банка, облигационные займы, факторинговые кредиты.

3. Привлеченные источники включают товарные кредиты, предоставленные поставщиками, т.е. отсрочка платежа; полученные от покупателей авансы; векселя к оплате. Размеры этого финансирования зависят от принятой кредитной политики в организации и у ее контрагентов.

Величина оборотных средств определяется не только потребностями производственного цикла, но и случайными факторами. Поэтому их подразделяют на постоянную и переменную части. Постоянная часть краткосрочных активов – это их минимум, необходимый для осуществления про-

изводственной деятельности. Переменная часть – покрывает потребность в пиковые периоды или как страхового запаса.

В теории управления финансами выделяют разные стратегии финансирования краткосрочных активов: идеальная, агрессивная, консервативная, компромиссная. Они зависят от отношения менеджера к выбору источников покрытия переменной части краткосрочных активов.

Идеальная модель основана на том, что краткосрочные активы совпадают с краткосрочными обязательствами, т.е. собственные оборотные средства отсутствуют.

Агрессивная модель предполагает, что долгосрочные пассивы (собственный капитал и долгосрочные обязательства) служат источниками покрытия долгосрочных активов и постоянной части краткосрочных активов, а переменная часть краткосрочных активов покрывается за счет краткосрочных обязательств.

Консервативная модель предполагает, что активы полностью покрыты долгосрочными источниками.

Компромиссная модель наиболее реальна и предполагает покрытие долгосрочных активов, постоянной и половины переменной краткосрочных активов долгосрочными источниками.

9.3. Операционный и финансовый цикл корпорации

Финансовое положение организации непосредственно зависит от того, насколько быстро средства, вложенные в активы, превращаются в реальные деньги. Период нахождения средств в производстве называется операционный цикл (ОЦ), который рассчитывается по формуле:

$$ОЦ = Оз_{дн} + Одз_{дн} ,$$

где $Оз_{дн}$ – скорость оборачиваемости запасов, дни;

$Одз_{дн}$ – скорость оборачиваемости дебиторской задолженности, дни.

Скорость оборачиваемости кредиторской задолженности рассчитывается по формуле:

$$Оз_{дн} = \frac{\bar{З} \times Д}{СР} ,$$

где $\bar{З}$ – средняя величина запасов за период;

$Д$ – число дней в периоде;

$СР$ – себестоимость реализации за период.

Скорость оборачиваемости дебиторской задолженности рассчитывается по формуле:

$$Одз_{дн} = \frac{\overline{ДЗ} \times Д}{В} ,$$

где $\overline{ДЗ}$ – средняя величина дебиторской задолженности за период;

$В$ – выручка от реализации продукции, товаров за период.

Оборотные средства финансируются за счет различных источников: собственных, заемных и привлеченных. На сколько дней привлечены платные источники (собственные и заемные) характеризует финансовый цикл (ФЦ), определяемый по формуле:

$$ФЦ = ОЦ - Окз_{дн} ,$$

где $Окз_{дн}$ – скорость оборачиваемости кредиторской задолженности, дни.

Скорость оборачиваемости кредиторской задолженности рассчитывается по формуле:

$$Окз_{дн} = \frac{\overline{КЗ} \times Д}{СР} ,$$

где $\overline{КЗ}$ – средняя величина кредиторской задолженности за период.

Текущие финансовые потребности (по мнению автора термина Е. С. Стояновой) характеризуют разницу между средствами, авансированными в краткосрочные активы, и величиной кредиторской задолженности по товарным операциям или общей ее суммой. Их рассчитывают по бухгалтерскому балансу на отчетную дату по формуле:

$$ТФП = КА - ДС - КЗ ,$$

где ТФП — текущие финансовые потребности;

КА — краткосрочные активы;

ДС — денежные средства и их эквиваленты;

КЗ — кредиторская задолженность.

Величина текущих финансовых потребностей (ТФП) показывают потребность организации в краткосрочном банковском кредите. ТФП определяют в абсолютной сумме, по уровню, а также по времени (финансовый цикл).

Относительную величину текущих финансовых потребностей ($У_{ТФП}$) определяют по формуле:

$$У_{ТФП} = \frac{ТФП}{В_{нетто} : Д} \cdot 100,$$

где $В_{нетто}$ — выручка от реализации продукции без косвенных налогов.

Например, если

Например: операционный цикл 98дн., скорость оборачиваемости кредиторской задолженности 38дн. То операционный цикл на протяжении 38дн., обслуживается капиталом кредиторов (поставщиков), а в течение остальных 60дн. (98 – 38) – за счет иных источников (собственного капитала, а при его недостаточности – кредитов банка). В данном случае уровень текущих финансовых потребностей организации равен 16,6%, т.е. дефицит оборотных средств составляет 1/6 годового объема продаж. Каждая организация заинтересована в снижении финансового цикла. Важно, чтобы коммерческий кредит в большей степени перекрывал дебиторскую задолженность, тогда у предприятия-продавца не будет дефицита денежных средств.

9.4. Управление дебиторской задолженностью корпорации

Дебиторская задолженность – это сумма требований, предъявляемых предприятием к своим дебиторам на определенную дату. Дебиторы – юридические и физические лица, которые имеют задолженность перед данным предприятием.

Наибольший объем дебиторской задолженности предприятий приходится на задолженность по товарным операциям. По возможности взыскания дебиторскую задолженность делят на:

- надежную – задолженность в пределах срока, установленного договором, а также обеспеченную задолженность;
- сомнительную – необеспеченная и непогашенная в срок задолженность, но у которой есть вероятность погашения;
- безнадежную – задолженность с истекшим сроком исковой давности, невозможную к получению.

Предприятие вправе создавать резервы сомнительных долгов по расчетам с другими организациями и гражданами за продукцию и услуги, относимые на расходы, уменьшающие налогооблагаемую прибыль. Следует отметить, что сомнительным долгом признают дебиторскую задолженность предприятия, которая не погашена в сроки, установленные договорами, и не обеспечена соответствующими гарантиями.

В системе управления финансами предлагаются следующие мероприятия по управлению дебиторской задолженностью:

- исключение из числа партнеров предприятий с высокой степенью риска;
- периодический пересмотр предельной суммы долга;
- выявление финансовых возможностей предоставления предприятием товарного (коммерческого) кредита;
- определение возможной суммы краткосрочных активов, отвлекаемых в дебиторскую задолженность по товарному кредиту, а также по выданным авансам;
- формирование условий обеспечения взыскания задолженности;
- формирование системы штрафных санкций за просрочку исполнения обязательств контрагентами;
- использование современных форм рефинансирования задолженности;
- диверсификация клиентов с целью уменьшения риска неуплаты монопольным заказчиком.

Основными формами рефинансирования дебиторской задолженности, которые могут быть использованы в настоящее время, являются:

1. Факторинг.
2. Учет векселей, выданных покупателями продукции.

10. Финансовая отчетность корпорации

10.1. Цели и основные качественные характеристики финансовой информации.

Финансовая отчетность организаций должна представлять пользователям достоверную информацию о финансовом положении, финансовых результатах, движении денежных средств за период и об изменениях в финансовом положении. Помимо этого, она должна обеспечивать прозрачность путем представления всей полезной информации для принятия решений.

Для того чтобы информация, представляемая пользователям, была достоверной, финансовая отчетность составляется по методу начислений, который предполагает признание операций по факту их совершения, а не в момент выплаты денежных средств (кассовый метод). Использование метода начислений дает возможность предоставить пользователям информацию не только о прошлых операциях, связанных с выплатой и получением денежных средств, но и об обязательствах заплатить деньги в будущем, и о ресурсах, представляющих денежные средства, которые будут получены в будущем.

Кроме того, представление достоверной информации о финансовом состоянии компании базируется на условии непрерывности ее деятельности. Если же у компании существует намерение ликвидироваться или существенно сократить свою деятельность, финансовая отчетность должна составляться на другой основе.

В экономически развитых странах отчетность считается достоверной, если она помогает пользователю правильно ответить на интересующие его вопросы.

Результаты хозяйственных операций и иных событий представлены в отчетности по отдельным категориям, сформированным в соответствии с их экономическими характеристиками. Выделяют элементы финансовой отчетности, связанные с измерением финансового положения (активы, обязательства, капитал), а также элементы, связанные с измерением результатов деятельности компании (доходы, расходы). Этим элементам соответствуют определенные формы отчетности – баланс и отчет о прибылях и убытках

Качественные характеристики финансовой отчетности:

1. Понятность – информация, представляемая в финансовой отчетности, должна быть доступной для понимания пользователей, имеющих достаточные знания в сфере деловой и экономической деятельности, бухгалтерского учета и желающих изучать информацию.

2. Уместность – информация является уместной, когда она влияет на экономические решения пользователей, помогая им оценивать прошлые, настоящие и будущие события, подтверждать или исправлять их прошлые оценки.

3. Надежность – информация является надежной, если в ней нет существенных ошибок и искажений.

4. Сопоставимость – информация должна быть сопоставимой, чтобы давать возможность пользователям определять тенденции в финансовом положении и результатах деятельности компании.

10.2. Формы финансовой отчетности корпорации

В настоящее время в Республике Беларусь установлены следующие формы финансовой отчетности:

1. Бухгалтерский баланс. Баланс показывает финансовое положение организации на определенную дату, обычно на конец месяца, квартала или года. Баланс представляет организацию как обладателя активов, которые равны источникам их финансирования (пассив). Актив баланса разделяет активы на долгосрочные и краткосрочные. В пассиве выделяют капитал, долгосрочные и краткосрочные обязательства.
2. Отчет о прибылях и убытках раскрывает информацию о доходах и расходах и, как следствие, финансовых результатах деятельности организации за истекший период.
3. Отчет об изменении собственного капитала;
4. Отчет о движении денежных средств ориентирован на информацию о ликвидности организации и отражает поступления денежных средств и платежи в разрезе видов деятельности.
5. Отчет об использовании целевого финансирования.

10.3. Коммерческая тайна и финансовая отчетность корпорации

Многие компании за рубежом обязаны своим процветанием или вообще самим существованием умелому сохранению своих секретов.

Гражданский кодекс определяет, что в отношении информации может быть установлен режим коммерческой тайны при условии, что составляющие ее сведения не являются общеизвестными или легкодоступными третьим лицам в тех кругах, которые обычно имеют дело с подобными сведениями, имеют коммерческую ценность для их обладателя в силу неизвестности третьим лицам, не являются объектами исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности и не отнесены в установленном порядке к государственным секретам. Режим коммерческой тайны считается установленным после определения состава сведений, подлежащих охране в режиме коммерческой тайны, и принятия лицом, правомерно обладающим такими сведениями, совокупности мер, необходимых для обеспечения их конфиденциальности. Эти положения закрепляет и Закон о коммерческой тайне.

В соответствии с Законом «О бухгалтерском учете и отчетности» годовая бухгалтерская отчетность организации может быть опубликована, а в случаях, предусмотренных законодательством, подлежит обязательной публикации в определенных объемах. Если организация в соответствии с законодательством подлежит обязательному аудиту, бухгалтерская отчетность публикуется вместе с итоговой частью аудиторского заключения.

В республиканском законодательстве нет норм, обязывающих публиковать годовую бухгалтерскую отчетность в полном составе. Например, пояснительная записка, которая входит в состав годовой бухгалтерской отчетности не публикуется никогда.

Таким образом, финансовая отчетность может быть коммерческой тайной, если установлен порядок ее защиты от разглашения; на документы и иные материальные носители информации, содержащие сведения, составляющие коммерческую тайну, наносится гриф "Коммерческая тайна"; введена персональная ответственность за создание необходимых условий для обеспечения сохранности коммерческой тайны.

10.4. Консолидированная финансовая отчетность

Субъекты корпоративной формы организации бизнеса в силу своей организационной структуры вынуждены составлять консолидированную отчетность. Консолидированная отчетность – это финансовая отчетность группы компаний, составленная таким образом, как если бы эти компании представляли собой одно целое.

МСФО предписывают материнской компании обязательно составлять консолидированную отчетность, за исключением следующих случаев:

- материнская компания не эмитирует и не размещает публично обращаемые ценные бумаги и не представляет в этих целях финансовую отчетность;
- материнская компания сама является дочерней по отношению к другой компании, представляющей консолидированную отчетность.

Законом Республики Беларусь «О бухгалтерском учете и отчетности» предусмотрено, что консолидированная отчетность будет составляться:

- по хозяйственной группе;
- холдингу;
- хозяйственному обществу и его унитарным предприятиям, дочерним и зависимым хозяйственным обществам (в данном случае речь идет обо всех обществах, а не только об открытых акционерных обществах);
- унитарному предприятию и его дочерним унитарным предприятиям

Методы консолидации различаются в зависимости от того, консолидируются ли показатели дочерних компаний, зависимых (ассоциированных) компаний или совместных предприятий.

Для консолидации показателей используют следующие методы:

- метод покупки;
- метод пропорциональной консолидации;
- метод долевого участия.

11. Денежные потоки в корпорациях

11.1. Бухгалтерская и финансовая модель анализа и управления корпорацией

В экономической литературе выделяют две модели финансового анализа:

1. Бухгалтерская. Она основана на описании фактически проводимых операций, и этот подход исключает из анализа альтернативность возможных действий. В расчет принимаются фактически понесенные расходы и не рассматриваются потенциально возможные варианты проведения бизнес-операций. Эта модель анализа не принимает во внимание проблему инвестиционного риска и его финансовых последствий. В анализе эффективности деятельности акцент ставится на величину начисленной прибыли, т.е. рассчитанной по данным бухгалтерского учета. Эта прибыль не раскрывает перспективы развития организации.

2. Финансовая. Она измеряет результат деятельности компании величиной чистого денежного потока. Оценка целесообразности вложения капитала в деятельность компании, осуществляется на основе показателя экономической (остаточной) прибыли (RI). Ее в наиболее общей форме описывают следующей формулой:

$$RI = (ROCE - r) \cdot CE,$$

где ROCE (return on capital employed) – доходность инвестированного капитала;

r – доходность альтернативных инвестиций, сопоставимых по риску;

CE (capital employed) — инвестированный капитал.

Поэтому критерием оценки успешности бизнеса будет хотя бы нулевое значение экономической прибыли. При этом рассматриваются альтернативные варианты инвестиций, взвешенные на риск. Конечная цель управления определена как стоимость бизнеса.

11.2. Понятие и классификация денежных потоков

Денежный поток – это объем денежных средств, который получает или выплачивает организация в течение отчетного или планируемого периода. В финансовом менеджменте движение денежных средств, получаемых и расходуемых организацией в наличной и безналичной форме, называют денежными потоками (cash flow – CF).

Различают:

1. Приток денежных средств. Он формируется за счет выручки от реализации продукции, товаров, увеличения уставного капитала при эмиссии акций, полученных кредитов, займов, средств от выпуска облигаций и др.

2. Отток. Он возникает вследствие оплаты текущих расходов, выплат дивидендов и др.

3. Чистый денежный поток. Образуется как разница между притоком и оттоком.

На практике существует так называемый парадокс прибыли. Прибыль – это разница между доходами и расходами. Доходы и расходы отражаются в учете, т.е. признаются по моменту начисления. Т.о. движение денежных и материальных ресурсов не всегда совпадает во времени. В результате складывается ситуация, когда организация имеет прибыль, но денежных средств у нее на счетах нет. Или наоборот – деньги есть, но убытки.

Следовательно, прибыль не всегда отражает реальное финансовое положение организации.

Основным источником информации для анализа денежных потоков является Отчет о движении денежных средств. Согласно МСФО Отчет о движении денежных средств должен объяснять причины изменения статей денежных средств за рассматриваемый период и содержать информацию о денежных потоках компании в разрезе видов деятельности:

1. Движение денежных средств по текущей деятельности:

а) поступление: от покупателей продукции, товаров, заказчиков работ, услуг (в том числе полученные авансы, предварительная оплата); от покупателей материалов и других запасов; роялти, т.е. суммы денежных средств, полученные по лицензионным договорам и прочие.

б) платежи: поставщикам, подрядчикам, исполнителям на приобретение товаров, материалов, иных запасов, работ, услуг (в том числе выданные авансы, предварительная оплата); на оплату труда работников; на уплату налогов и сборов; прочие.

2. Движение денежных средств по инвестиционной деятельности:

а) поступление: от покупателей основных средств, нематериальных активов и других долгосрочных активов (в том числе полученные авансы, предварительная оплата); средства, полученные в погашение займов, предоставленных организацией; полученные организацией в виде дивидендов и других доходов от участия в уставном фонде других организаций; суммы, полученные организацией в виде процентов; прочие.

б) платежи: на приобретение и создание основных средств, нематериальных активов и других долгосрочных активов (в том числе выданные авансы, предварительная оплата), включая уплаченные проценты по кредитам, займам, которые относятся на стоимость долгосрочных активов (т.е. уплаченные до ввода их в эксплуатацию); предоставление организацией займов другим лицам; направленные в уставные фонды других организаций; прочие.

3. Движение денежных средств по финансовой деятельности:

а) поступление: суммы, полученные в виде кредитов и займов; полученные от выпуска акций; полученные от собственника имущества (учредителей, участников); прочие.

б) платежи: на погашение кредитов и займов; суммы, направленные собственнику имущества (учредителям, участникам) на выплаты дивидендов и др. доходов от участия в уставном фонде организации; на выплаты процентов по кредитам, займам, предоставленным организации; на погашение задолженности по лизинговым платежам; прочие.

11.3. Методы расчета чистого денежного потока

Чистый денежный поток рассчитывается как за отчетный, так и на планируемый период. В практике могут быть использованы два основных метода расчета чистого денежного потока:

1. Прямой. В нем используются данные бухгалтерского учета об оборотах по счетам учета денежных средств, с помощью которых определяются поступления и платежи. Этот метод наиболее точный, но и трудоемкий. При использовании прямого метода для планирования чистого денежного потока в разделе текущей деятельности анализируются суммы поступлений и платежей, имевшие место в отчетном периоде. На основании этой информации делается прогноз на планируемый период. Прямой метод не отражает связь чистого денежного потока и конечного финансового результата – чистой прибыли. Этому недостатка лишен второй метод.

2. Косвенный. Он рассматривает все статьи активов и пассивов, изменение которых влияет на денежные потоки организации. Исходной базой расчета выступает сумма чистой прибыли и амортизации, которая путем последовательных корректировок доводится до величины чистого денежного потока (ЧДП) по формуле:

$$\text{ЧДП} = \text{Пч} + \text{АО} - (\Delta\text{А} + \text{АО}) + (\Delta\text{П} - \text{Пч}),$$

где Пч – чистая прибыль отчетного периода;

АО – амортизационные отчисления;

ΔА – изменение актива (вычитаются (прибавляются) любые увеличения (уменьшения), произошедшие в статьях текущих активов, за исключением статьи «Денежные средства»);

ΔП – изменение пассива (прибавляются (вычитаются) любые увеличения (уменьшения), произошедшие в статьях краткосрочных обязательств, не требующих процентных выплат).

11.4. Определение оптимального уровня денежных средств

Наиболее ликвидными активами являются денежные средства и краткосрочные финансовые вложения. Денежные средства часто называют активами, не приносящими прибыли. Для того чтобы получить прибыль, они должны быть вложены в материальные активы (запасы, долгосрочные активы). Однако минимальный остаток денежных средств должен быть на счетах организации:

1. В качестве базового запаса денежных средств для обеспечения расчетов.

2. Для покрытия непредвиденных расходов.

3. Для обеспечения возможного расширения деятельности.

Поэтому для финансистов очень актуальна проблема установления минимального уровня остатка денежных средств.

В теории управления финансами существуют два метода определения оптимального количества денежных средств:

1. Модель Баумоля предполагает, что предприятие начинает работать, имея максимальный и целесообразный для него уровень денежных средств, и затем постоянно расходует их в течение некоторого периода времени. Все поступающие средства от реализации товаров и услуг предприятие вкладывает в краткосрочные ценные бумаги. Как только запас денежных средств истощается, то есть становится равным нулю или достигает некоторого заданного уровня безопасности, предприятие продает часть ценных бумаг и тем самым пополняет запас денежных средств до первоначальной величины. Оптимальный остаток денежных средств ($O_{дс}$) рассчитывается по формуле:

$$O_{дс} = \sqrt{\frac{2 \cdot F \cdot T}{k}},$$

где F – транзакционные издержки пополнения остатка денежных средств;

T – годовая потребность в денежных средствах;

k – альтернативные издержки поддержания остатка денежных средств (процентная ставка по ликвидным ценным бумагам).

2. Модель Миллера-Орра помогает организации управлять своим денежным запасом, если невозможно предсказать ежедневный отток или приток денежных средств. Оптимальный остаток денежных средств ($O_{дс}$) рассчитывается по формуле:

$$O_{дс} = \sqrt[3]{\frac{3 \cdot F \cdot \sigma^2}{4 \cdot k}} + CB_{\min},$$

где σ – среднее квадратическое отклонение сальдо дневного денежного потока;

CB_{\min} – минимально допустимый остаток денежных средств.

12. Формирование акционерного капитала корпорации

12.1. Понятие акционерного капитала корпорации

Согласно МСФО капитал следует рассматривать как остаточный интерес в активах организации после вычета из них всех обязательств.

Общий капитал организации можно разделить на две части:

1. Капитал, полученный от своих учредителей, акционеров.
2. Капитал, полученный в результате собственной деятельности путем капитализации нераспределенной прибыли и создания соответствующих резервов.

Т.е. капитал представляет собой стоимость активов, не обремененных обязательствами. В отечественной практике аналогичная величина получила название стоимость чистых активов.

Понятие акционерного капитала используется для балансовой оценки акций. Он состоит из следующих компонентов:

1. Номинальная стоимость акций.
2. Эмиссионный доход. При высоком спросе на акции, их эмиссионная стоимость, т.е. стоимость размещения на первичном рынке, может быть выше номинальной. При этом образуется эмиссионный доход, который в балансе отражается по статье «Добавочный капитал».
3. Нераспределенная прибыль – это часть чистой прибыли организации, не распределенная между собственниками и сохраняемая для нужд инвестирования (капитализируемая).

Балансовая стоимость акций рассчитывается делением акционерного капитала на количество акций, находящихся в обращении. Следовательно, балансовая стоимость акций растет при увеличении нераспределенной прибыли корпорации и отражает результат деятельности корпорации в прошлом. Балансовая стоимость акций используется для оценки экономических перспектив компании, которая является основой оценки стоимости акций компании в фундаментальном подходе. Информацию можно получить используя так называемые «Базы данных, раскрывающие информацию». Так, в Российской Федерации создана система СКРИН – система комплексного раскрытия информации и новостей Национальной ассоциацией участников фондового рынка (НАУФОР), в США существует такая же система EDGAR.

12.2. Эмиссионная политика корпорации

Корпорация, как правило, нуждается в увеличении капитала. Одним из способов его увеличения является проведение дополнительной эмиссии акций. Стандартная процедура эмиссии включает следующие этапы:

1. Принятие эмитентом решения о выпуске акций.
2. Регистрацию выпуска акций. Для документарной формы выпуска — изготовление сертификатов акций.
3. Размещение акций.
4. Регистрацию отчета об итогах выпуска акций.

При регистрации проспекта эмиссии процедуру выпуска дополняют:

- подготовкой проспекта эмиссии;
- регистрацией проспекта эмиссии;
- раскрытием всей информации, содержащейся в проспекте эмиссии;
- раскрытием всей информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска.

Уставом корпорации может быть предусмотрено преимущественное право акционеров, владеющих обыкновенными или иными голосующими акциями, на покупку дополнительно выпускаемых акций – право преимущественной покупки. В этом случае новые акции предлагаются акционерам, имеющим акции предыдущих выпусков, по льготной цене, прежде чем корпорация выйдет на рынок. Это право вводится в законодательство для защиты акционеров от потери в доле собственности и уменьшения дивидендов в связи с увеличением капитала корпорации.

При размещении акций с преимущественным правом покупки акционеры могут воспользоваться этим правом и купить новые акции, либо продать свое право кому-либо еще. Права – это сертификаты, выпускаемые корпорацией для своих акционеров, удостоверяющие условия, по которым они могут приобрести акции нового выпуска. Право содержит информацию о цене подписки и о числе прав, необходимых для покупки одной новой акции.

Рассчитать теоретическую стоимость прав для акционеров можно по формуле:

$$\text{Теоретическая стоимость прав} = \frac{P_s - P_p}{Q},$$

где P_s – рыночная стоимость акции после объявления о продаже без «прав»;

P_p – цена подписки на акции;

Q – число прав, необходимых для покупки одной акции нового выпуска.

Число прав, необходимых для покупки одной акции нового выпуска рассчитывается как отношение числа акций предыдущих выпусков к числу акций нового выпуска.

После объявления о выпуске прав рыночная цена акции будет падать вследствие неопределенности причин, заставивших компанию искать дополнительный капитал, а также неопределенности последствий этого выпуска. Когда истекает срок действия прав на покупку акций, их стоимость падает, отражая тем самым скидку с рыночной стоимости в цене предложения, а также количество акций в выпуске. Если предположить отсутствие других изменений в рыночной цене акции, то возможно заранее сказать, какой будет цена акции без прав. Она называется «Теоретическая цена без права» (TERP) и рассчитывается по формуле:

$$TERP = \frac{(P_s \times Q) + P_p}{Q + 1}$$

Но эмитент может провести активную рекламную кампанию и убедить акционеров в выгоде покупки акций. Тогда весь новый выпуск будет продан по текущему рыночному курсу.

12.3. Способы размещения акций

Реализация выпускаемых ценных бумаг начинается после публикации проспекта эмиссии и их регистрации. Она может осуществляться различными способами. Реализация акций может происходить путем:

1. Продажи за рубли. С этой целью покупателем заключается договор купли-продажи на определенное число акций. Эмитент может пользоваться услугами посредников – финансовых брокеров, с которыми заключаются специальные договоры комиссии или поручения. Такой способ реализации допускает рассрочку платежа, устанавливаемую из расчета обязательной оплаты акций в течение одного года со дня регистрации их выпуска.

2. Подписки. Такой способ, как правило, используется при первичном размещении акций. Инвестор при этом заключает договор подписки, где указывается количество приобретаемых акций, их общая стоимость, вид вносимых активов, сроки оплаты.

3. Капитализации собственных средств корпорации с распределением соответствующего количества акций среди акционеров и внесением изменений в реестр акционеров. На капитализацию могут быть направлены средства резервного капитала; добавочного капитала; дивиденды, начисленные, но не выплаченные акционерам; нераспределенная прибыль.

4. Конвертации – замены ранее выпущенных ценных бумаг.

Привлечение капитала может осуществляться путем проведения IPO (Initial Public Offering) – это первичное публичное размещение ценных бумаг (как правило, акций) на рынке неограниченному кругу лиц. При этом акции могут размещаться как на территории страны эмитента, так и за рубежом. Это позволяет:

- получить доступ к международному финансированию;
- привлечь инвестиции в расширение производства;
- получить рыночную оценку акций и возможность финансирования будущих сделок по слияниям и поглощениям;
- повышение инвестиционной привлекательности компаний и их стоимости.

12.4. Контроль над корпорацией и выкуп собственных акций

Корпорация может выкупать на рынке собственные, уже размещенные акции. Выкупленные акции не учитываются в составе инвестированных средств, т.е. уменьшают показатель капитализации.

В отечественном законодательстве закреплены следующие цели выкупа акций эмитентом:

- последующей продажи либо безвозмездной передачи государству;
- последующего пропорционального распределения среди акционеров;
- последующей продажи инвестору на условиях, предусмотренных бизнес-планом эмитента, прошедшим государственную комплексную экспертизу;
- аннулирования.

Основные причины, по которым корпорации выгодно выкупать свои акции:

1. Создается резерв акций для стимулирования менеджеров.
2. Уменьшается число акций на рынке в целях повышения показателя EPS.
3. компания избавляется от определенной группы акционеров.
4. Активизируется спрос на акции.
5. Создается запас акций для обслуживания возможной операции по слиянию.
6. Сокращается сумма дивидендов.

Статьей 78 Закона «О хозяйственных обществах» предусмотрены случаи, в которых акционер может потребовать у ОА выкупить его акции. В данном случае возникает понятие миноритарный акционер (миноритарий) — акционер компании (физическое или юридическое лицо), размер пакета акций которого не позволяет ему напрямую участвовать в управлении компанией (например, путём формирования совета директоров). Такой пакет акций называется «неконтролирующим». Кроме того, в некоторых странах право обязательного выкупа миноритарные акционеры получают в том случае, если значительный пакет акций попадает в руки одного инвестора.

13. Формирование долгового капитала корпорации

13.1. Состав долгового капитала корпорации

Обязательства организации возникают в результате событий, имевших место в отчетном или прошлых периодах, и представляют собой различные виды кредиторской задолженности, по которой имеется достаточная уверенность в том, что ее погашение приведет к уменьшению активов организации и, как следствие, уменьшению потенциальной экономической выгоды. Обязательства возникают в результате:

1. Выпуска корпоративных облигационных займов.
2. Получения банковских кредитов:

2.1. Долгосрочных – со сроком полного погашения более 1 года.

2.2. Краткосрочных – со сроком полного погашения до 1 года включительно.

3. Образования кредиторской задолженности.

3.1. Коммерческий кредит – это отношения между продавцом и покупателем, возникающие в связи с разницей во времени поступления товара и платежа. Этот источник называют «спонтанное финансирование». Его формы:

- в форме фирменного кредита, т.е. отсрочка или рассрочка платежа. Она получила наибольшее распространение в хозяйственной практике;
- в форме вексельного кредита, когда задолженность покупателя оформляется векселем;
- в форме консигнации – это вид комиссионной операции, при которой поставщик отгружает товары на склад торговой организации с поручением реализовать их. Расчеты с поставщиком осуществляются лишь после того, как поставленный товар реализован;
- в форме открытого счета. Используется в хозяйственных отношениях с постоянными поставщиками при многократных поставках продукции небольшими партиями, т.е. оплачивается не каждая поставляемая партия, а в заранее оговоренные сроки.
- в форме выданного аванса или предоплаты покупателем поставщику.

3.2. Внутренняя кредиторская задолженность (счета начислений). Это, прежде всего, задолженность по заработной плате; отчислениям в ФСЗН, связанным с фондом оплаты труда, резерв предстоящих платежей и др.

13.2. Кредитные качества облигаций

Привлечение капитала на финансовом рынке возможно путем размещения корпоративных облигаций. Облигация – это ценная бумага, подтверждающая обязательства эмитента возместить владельцу ценной бумаги ее номинальную стоимость в установленный срок с уплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено условиями выпуска). При размещении облигаций у эмитента формируется заемный капитал. Поэтому:

- держатели облигаций (облигационеры) имеют гарантированный доход по облигации и получают преимущество в случае принудительного погашения обязательств при неплатежеспособности эмитента;
- в отличие от акционеров облигационеры не имеют права на участие в управлении юридическим лицом – эмитентом.

Достоинства такого способа финансирования:

1. Они позволяют получить ресурсы на длительный срок (как правило, до 3-х лет).
2. Размещение облигаций позволяет получить доступ к широкому кругу кредиторов. То есть заимствовать деньги не только у банков, но и предприятий, инвестиционных компаний
3. Возможность гибко управлять долгом через операции с бумагами на вторичном рынке.
4. Не приводит к утрате контроля над управлением.

По способу выплаты дохода облигации подразделяют:

1. Дисконтные (облигации с нулевым купоном) – доход владельца облигации состоит в том, что он приобретает облигацию по цене, ниже номинала, а в момент погашения получает номинальную стоимость.

2. Купонные облигации – держателю облигации выплачивается не только номинальная стоимость в момент погашения, но и периодический купонный доход в процентах от номинальной стоимости. Они подразделяются:

2.1. Облигации с постоянным купоном. Размер купона фиксируется на весь срок обращения облигации.

2.2. Облигации с переменным купоном. Размер купона по таким облигациям не известен заранее. Их разновидности: облигации с отсроченными купонными платежами, с увеличивающимися купонными платежами, с плавающей процентной ставкой, с пересматриваемой процентной ставкой, индексированные облигации, «структурированные» облигации, облигации с участием и др.

3. Облигации с глубоким дисконтом – это промежуточная форма между дисконтными и купонными облигациями. Данный вид облигаций предусматривает купонные выплаты, однако ставка купона устанавливается значительно ниже рыночных процентных ставок, поэтому они также продаются по цене, ниже номинала.

13.3. Порядок размещения облигационного займа

Действующее законодательство Республики Беларусь строго регламентирует обязанность эмитента предоставить обеспечение исполнения своих обязательств по выпускаемым облигациям. Таким обеспечением может выступать:

- залог;
- поручительство;
- банковская гарантия;
- договор страхования ответственности за неисполнение, либо ненадлежащее исполнение, обязательств эмитента облигаций;
- право требования по кредитам, выданным банками на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости.

Выпуск облигаций может быть организован в виде открытой или закрытой продажи.

1. Открытая продажа — размещение ценных бумаг среди неограниченного круга лиц путем заключения сделок купли-продажи на внебиржевом и/или биржевом рынке.

2. Закрытая продажа происходит исключительно среди заранее определённого круга лиц (не больше 100) путем заключения договоров купли-продажи на внебиржевом рынке.

Порядок эмиссии облигаций, размещаемых путем продажи, включает следующие этапы:

1. Принятие и утверждение эмитентом решения о выпуске облигаций, а также проспекта эмиссий в случае открытой продажи.

2. Заключение договора на депозитарное обслуживание в случае бездокументарной формы выпуска.

3. Представление эмитентом документов на регистрацию облигаций в Государственном реестре ценных бумаг, регистрацию проспекта эмиссий и краткой информации об открытой продаже облигаций и их регистрация.

4. Получение эмитентом согласия от Министерства финансов на изготовление бланков облигаций.

5. Публикация эмитентом проспекта эмиссий и краткой информации об открытой продаже облигаций в СМИ.

6. Проведение продажи облигаций.

Без обеспечения и по упрощенной схеме могут быть выпущены только биржевые облигации, которые должны соответствовать определённым требованиям: быть номинированы в белорусских рублях, выпущены в бездокументарной форме, срок их обращения должен быть не более двух лет, облигации размещаются и обращаются только через торговую систему ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа». Выпуск биржевых облигаций юридическим лицом Республики Беларусь происходит только при соблюдении эмитентом следующих условий:

- стоимость чистых активов юридического лица должна составлять не менее 100 тысяч базовых величин;
- должен отсутствовать отрицательный финансовый результат от реализации товаров и услуг;
- исключено наличие чистого убытка на дату принятия решения о выпуске облигаций, а также за два года до этого. Однако, в случае осуществления юридическим лицом деятельности в течение менее чем 3-х лет, убытка не должны быть в течение всего этого периода;
- ценные бумаги юридического лица должны быть допущены к обращению в торговой системе открытого акционерного общества «Белорусская валютно-фондовая биржа».

В процессе обращения облигации одного выпуска могут быть конвертированы в облигации другого выпуска с более поздней датой погашения, либо в акции эмитента. Конвертацию облигаций осуществляют в порядке и на условиях, определенных решением о выпуске облигаций и проспектом эмиссии облигаций.

13.4. Кредитные условия привлечения капитала

Одним из способов привлечения заемных источников финансирования является получение кредитов банка.

Кредитование на формирование краткосрочных активов (в текущую деятельность) осуществляется в виде предоставления разового кредита или путем открытия кредитных линий (в том числе

возобновляемых) на оплату товаров или выполненных работ (оказанных услуг), а также выплату заработной платы. Размер предоставляемого кредита определяется исходя из потребности субъекта хозяйствования в заемных средствах, с учетом результатов его финансово-хозяйственной деятельности, возможных объемов погашения, а также наличия в достаточном размере ликвидного обеспечения.

Кредиты на реализацию инвестиционных проектов, связанных с созданием и движением долгосрочных активов выдаются на срок окупаемости кредитуемого проекта, но не выше 5 лет. К рассмотрению принимаются инвестиционные проекты, в финансировании которых предусматривается участие заявителя собственными средствами или вложением средств инвесторов в объеме не менее 30 % от общих инвестиционных затрат.

Стандартный пакет документов, представляемый организацией для рассмотрения вопроса о возможности получения *кредита для текущей деятельности*, включает:

1. Ходатайство на получение кредита;
2. Анкету юридического лица;
3. Сведения о взаимосвязанных юридических лицах;
4. Копию документа, подтверждающего назначение на должность руководителя и главного бухгалтера;
5. Копии документов, подтверждающих право юридического лица на осуществление соответствующих видов деятельности на момент выдачи кредита;
6. Копию годового бухгалтерского баланса со всеми приложениями к нему;
7. Копию бухгалтерского баланса на последнюю квартальную дату с расшифровками отдельных статей;
8. В случае наличия текущего (расчетного) счета в белорусских рублях и (или) в иностранной валюте в других банках - справки заявителя о движении денежных средств по счетам, наличии картотеки к внебалансовому счету «Расчетные документы, не оплаченные в срок»;
9. Прогнозный расчет потока денежных средств;
10. Информацию о предлагаемых способах обеспечения исполнения обязательств по кредитному договору;
11. Информацию заявителя или банка по действующим договорам по операциям кредитного характера в других банках;
12. Другие документы по усмотрению банка, характеризующие финансово-хозяйственную деятельность кредитополучателя.

13.5. Факторинговый метод финансирования текущей деятельности

Факторинг – это один из способов привлечения финансирования путем уступки права требования дебиторской задолженности покупателей. Сроки факторинга определяются с учетом предусмотренных договором поставки сроков оплаты товаров и исходя из сроков поступления выручки за отгруженные товары.

Плата за факторинг устанавливается в договоре факторинга в виде дисконта. В основе расчета дисконта лежит процентная ставка, которая определяется с учетом стоимости привлеченных банком ресурсов; стоимости услуг банка за ведение учета оплаты денежных требований; маржи; надежности покупателей; конкурентной среды на рынке факторинговых услуг.

Отличия факторинга от кредита:

1. При факторинге не нужно наличие обеспечения.
2. При факторинге не обязательно открывать счёт в другом банке.
3. Размер финансирования при факторинге потенциально не ограничен. Чем больше объём реализации клиента, тем выше сумма финансирования.
4. При кредите денежные средства всегда предоставляются на определенный срок. При факторинге клиент получает бессрочное финансирование, т.е. банк может выплачивать финансирование под каждую следующую поставку.
5. При факторинге улучшается структура баланса клиента. В отличие от кредита при факторинге в балансе компании не возникает обязательств, а имеющаяся дебиторская задолженность уменьшается.

14. Структура капитала корпорации

14.1. Рационализация структуры капитала с помощью показателя финансового рычага

Оптимальная структура капитала – это соотношение заемного и собственного капиталов, при котором достигается минимум совокупных затрат на капитал, которым организация финансирует долгосрочное развитие, или минимум средневзвешенных затрат на капитал (WACC).

Концепция структуры капитала исследуется в комплексе с концепцией стоимости капитала и концепцией рыночной стоимости организации. Используя такую методологическую систему можно оптимизируя значение структуры капитала одновременно минимизировать средневзвешенную его стоимость и максимизировать рыночную стоимость организации.

Деятельность организации можно назвать успешной, если ее доходы превышают расходы, т.е. образуется положительный финансовый результат. Для повышения рентабельности собственных средств организация может использовать заемные средства, несмотря на их платность, что позволяет повысить рентабельность собственных средств. Данное явление получило название эффекта финансового рычага.

Существует две концепции финансового рычага:

1. Финансовый рычаг рассматривается как приращение к рентабельности собственного капитала, получаемое за счёт использования заёмных средств. Он рассчитывается по формуле:

$$\text{ЭФР} = (1 - t) \cdot (\text{ЭР} - \text{СРСП}) \cdot \frac{\text{ЗС}}{\text{СК}},$$

где t – уровень налогообложения прибыли;

ЭР – экономическая рентабельность активов;

СРСП – средняя расчетная ставка процентов за кредит;

ЗС – заемные средства;

СК – собственный капитал.

Уровень налогообложения прибыли рассчитывается по формуле:

$$t = \frac{\text{Сумма налогов от прибыли}}{\text{Сумма прибыли}}$$

Экономическая рентабельность активов рассчитывается по формуле:

$$\text{ЭР} = \frac{\text{ЕВИТ}}{A} \times 100,$$

где ЕВИТ – прибыль до выплаты процентов за кредит и налогов;

A – средняя величина активов за период.

Средняя расчетная ставка процентов за кредит рассчитывается по формуле:

$$\text{СРСП} = \frac{\Pi}{K} \times 100,$$

где Π – сумма уплаченных процентов по кредиту;

K – сумма использованного кредита.

2. Финансовый рычаг рассчитывается как процентное изменение чистой прибыли на акцию, порождаемое процентным изменением прибыли до уплаты процентов и налогообложения. используется формула:

$$\text{ЭФР} = 1 + \frac{\Pi}{\text{ЕВИТ}}$$

Он показывает, на сколько процентов изменится EPS (прибыль на одну акцию) при изменении ЕВИТ.

Анализ границ изменения финансовой структуры капитала основан на расчете 2 показателей: точки безразличия и финансовой критической точки.

Точка безразличия характеризует такую прибыль, при которой рентабельность собственного капитала не изменяется при использовании заемных средств. Это возможно, когда ЭФР равен нулю, то есть экономическая рентабельность равна средней расчетной ставке процента. Для ее рас-

чета необходимо определить такую прибыль до уплаты процентов и налога на прибыль, при которой рентабельность собственного капитала будет одинакова как при смешанной, так и при бездолговой схеме финансирования.

Финансовая критическая точка (ФКТ) характеризует ситуацию, при которой прибыль до уплаты процентов и налога на прибыль у компании есть, а рентабельность собственного капитала равна нулю. Это возможно в случае, если прибыли, нарабатываемой компанией, хватает только на покрытие процентов за заемный капитал (финансовых издержек).

14.2. Теория структуры капитала в моделях Модильяни-Миллера

В решении вопроса оптимизации капитала с целью снижения его стоимости и увеличения стоимости бизнеса выделяют несколько концепций. Основы теории структуры капитала заложили Франко Модильяни и Мертон Миллер в 1958 г. в разработанной ими *концепции индифферентности структуры капитала*. При этом в процессе обоснования данной концепции функционирование рынка капитала ограничено ими рядом условий: отсутствие налогов на прибыль фирмы и подоходного налога на владельцев акций и облигаций; стабильное развитие и отсутствие роста прибыли; цена бизнеса определяется капитализацией операционной прибыли и др.

Исходя из этих базовых условий, Ф. Модильяни и М. Миллер математически доказали, что рыночная стоимость организации (а соответственно и средневзвешенная стоимость используемого ею капитала) зависит только от суммарной стоимости ее активов и не зависит от состава элементов капитала, авансированного в эти активы. Исходным положением этого доказательства является их утверждение, что в процессе хозяйственной деятельности организации ее доходность генерируют не отдельные элементы капитала, а сформированные ею активы. Поэтому *модель Модильяни-Миллера без учета налогов* сводится к следующему: рыночная стоимость организации (а соответственно и средневзвешенная стоимость ее капитала) не зависит от структуры капитала и по мере увеличения доли заемного капитала цена акционерного капитала также увеличивается.

В дальнейших своих исследованиях, сняв ряд выдвинутых ограничений, авторы данной концепции вынуждены были признать, что механизм формирования рыночной стоимости организации находится в определенной связи со структурой ее капитала. В 1963 г. опубликована модель с учетом налогов на прибыль. Ученые пришли к выводу о том, что заемное финансирование увеличивает стоимость организации, что объясняется следующим. Так как проценты по займам вычитаются из налогооблагаемой прибыли, то стоимость заемного капитала будет ниже и, чем больше доля заемного капитала в общем капитале организации, тем средневзвешенная стоимость капитала будет меньше. Таким образом с учетом налога на прибыль финансовый рычаг будет снижать стоимость капитала организации и повышать рыночную оценку бизнеса. Следовательно, инвесторы получают большую долю прибыли.

В целом по моделям Модильяни-Миллера можно сделать следующие выводы:

- при отсутствии налогов рыночная оценка бизнеса не зависит от величины заемного капитала. Оптимальная структура капитала отсутствует.
- при наличии налога на прибыль и отсутствии подоходных налогов или при одинаковом подоходном налогообложении владельцев собственного и заемного капитала, рыночная оценка бизнеса, использующего заемное финансирование, превышает оценку бизнеса с нулевым финансовым рычагом на величину экономии на налоге на прибыль. Оптимальная структура капитала включает 100% заемный капитал.

14.3. Уравнение Р. Хаммады

Роберт Хамада объединил модель оценки доходности финансовых активов (САРМ) с моделью Модильяни-Миллера с учетом налогов и вывел формулу для определения цены акционерного капитала финансово зависимой организации (r_s):

$$r_s = \bar{r} + (r_f - \bar{r}) \cdot \beta_G + (r_f - \bar{r}) \cdot \beta_G \cdot \frac{D}{S} (1-t)$$

где \bar{r} – безрисковая ставка доходности;

r_f – рыночная доходность инвестиций;

β_G – бета коэффициент организации той же группы рыночного риска, что и рассматриваемая, только не имеющей долгового финансирования;

D/S – соотношение заемного и собственного капиталов.

Хамада определил размеры премий к ожидаемой стоимости собственного капитала отдельно за рыночный риск (второе слагаемое формулы) и отдельно за финансовый риск (третье слагаемое формулы).

14.4. Методы расчета оптимальной структуры капитала

В литературе выделяют три группы методов количественной оценки оптимальной структуры капитала:

1. Одни из них связаны с анализом бухгалтерских показателей, сфокусированы на прибыли и дают приближенную картину.

2. Другие строятся на базе финансовой модели анализа компании и предполагают использование показателей, увязанных с инвестиционным риском компании.

3. Третьи также построены на принципах финансовой модели анализа, но, в отличие от второй группы, предполагают моделирование и включают более сложные сценарии.

Один из методов первой группы – это *метод операционной прибыли*, направленный на определение допустимого уровня долга в структуре капитала организации. Данный метод выявляет вероятность непогашения текущей суммы долга и процентов на основе анализа изменчивости (волатильности) ее прибыли. Для каждого конкретного соотношения заемного и собственного капитала анализируется вероятность непогашения и сравнивается с пороговым значением, которое формулируется как экспертное суждение. Если при данном размере долга вероятность непогашения ниже введенного ограничения, то долговое финансирование возможно увеличить, и, наоборот, если вероятность непогашения выше порогового значения – финансовый рычаг следует снизить. Таким образом, целевым размером долга выступает тот, при котором вероятность непогашения равна заданной пороговой величине.

Примером методов второй группы для количественной оценки структуры капитала и создания макета его оптимальной структуры является метод затрат на капитал. Основная идея метода заключается в минимизации совокупных затрат на капитал (WACC) или барьерной планки доходности капитала. Выбор источников финансирования инвестиционного проекта можно осуществлять с помощью расчета *Точки безразличия*. Приравняв выражения для прибыли на акцию в случаях собственного и заемного финансирования, необходимо найти значение прибыли до выплаты процентов и налогов. Это и есть точка безразличия. Если ожидаемая прибыль выше точки безразличия, прибыль на акцию будет выше в случае привлечения заемного финансирования, а ниже точки безразличия – прибыль на акцию будет выше при выпуске акций.

14.5. Компромиссные модели структуры капитала

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

Уровень доходности используемого капитала формирует показатель средневзвешенной его стоимости, учитывающий операционные (транзакционные) расходы по привлечению отдельных его элементов на рынке капитала. Графически сущность компромиссной концепции формирования структуры капитала представлена на рисунке 1.

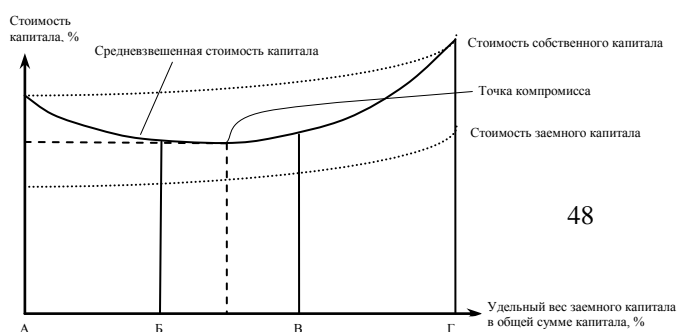


Рисунок 1 - Компромиссная концепция формирования структуры капитала

Как видно из приведенного рисунка средневзвешенная стоимость капитала меняет свои тенденции на отдельных стадиях, связанных с ростом удельного веса используемого заемного капитала. На первой стадии (отрезок АБ), пока удельный вес заемного капитала находится в безрисковой зоне (не начинает генерировать угрозы банкротства), его рост вызывает ощутимое снижение средневзвешенной стоимости капитала. На второй стадии (отрезок БВ), при относительной невысокой угрозе банкротства, вызывающей невысокий рост стоимости заемного капитала, повышение его удельного веса, сопровождается относительной стабилизацией средневзвешенной стоимости капитала. На третьей стадии (отрезок ВГ), при существенном возрастании угрозы банкротства и соответствующем росте стоимости заемного капитала, возрастание удельного веса его использования вызывает еще более высокое возрастание средневзвешенной стоимости капитала. Точка компромисса, представленная на графике, определяет оптимальную структуру капитала в положении, соответствующем минимальному значению показателя средневзвешенной стоимости капитала. Вместе с тем, современная компромиссная теория структуры капитала определяет возможность формирования точки компромисса на любом отрезке кривой средневзвешенной стоимости капитала в зависимости от отношения собственников и менеджеров к допустимому уровню риска. При консервативном экономическом поведении точка компромисса может быть избрана гораздо левее представленной на графике, и наоборот – при агрессивном экономическом поведении такая точка может быть избрана гораздо правее. Иными словами, уровень доходности и риска в процессе формирования структуры капитала, выступающие критерием ее оптимизации в каждом конкретном случае, собственники или менеджеры организации выбирают самостоятельно.

Современные теории структуры капитала формируют достаточно обширный методический инструментарий оптимизации этого показателя в каждой организации. Основными критериями такой оптимизации выступают:

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

Приоритет конкретных критериев оптимизации структуры капитала организации определяют самостоятельно. Исходя из этого можно сделать вывод: не существует единой оптимальной структуры капитала не только для разных организаций, но даже и для одной организации на разных стадиях ее развития.

15. Оценка расходов по привлечению капитала корпорации

15.1. Понятие стоимости капитала

Важнейшей характеристикой капитала организации является его стоимость. *Стоимость капитала представляет собой цену, которую организация платит за его использование, т.е. годовые расходы по обслуживанию задолженности перед инвесторами и кредиторами.* Количественно она измеряется в виде процентной ставки, характеризующей отношение общей суммы данных расходов к сумме всего капитала.

Она характеризует тот уровень доходности инвестированного капитала, который должна обеспечить организация, чтобы не уменьшить свою рыночную стоимость. Чем меньше стоимость привлеченных средств, тем выше инвестиционные возможности организации, тем большую прибыль она может получить от реализации своих проектов, соответственно тем выше ее конкурентоспособность и устойчивее положение на рынке.

Помимо этого стоимость капитала (с возможными корректировками на инфляцию и риск) часто используется в качестве ставки дисконтирования, в процессе анализа будущих денежных потоков и оценки эффективности производственных инвестиций.

Показатель стоимости капитала является также критерием принятия управленческих решений относительно использования лизинга или банковского кредита для приобретения основных производственных средств.

Показатель стоимости капитала в разрезе отдельных его элементов (стоимости заемных средств) используется в процессе управления структурой капитала на основе механизма финансового рычага.

Расчет стоимости капитала необходим на стадии обоснования финансовых решений, для выбора наиболее эффективных способов вложения средств и оптимальных источников их финансирования.

15.2. Методы оценки стоимости капитала

Если организация планирует увеличить свой капитал за счет дополнительного выпуска *привилегированных акций*, то стоимость этого источника средств может быть рассчитана по формуле, предусматривающей поправку на величину расходов по организации выпуска:

$$k_{ps} = \frac{d}{P_{pp}},$$

где d – годовой дивиденд по привилегированной акции;

P_{pp} – прогнозная чистая выручка от продажи акции (без затрат на размещение).

Обыкновенные акции, в отличие от привилегированных, не гарантируют своим владельцам выплаты дивидендов. В связи с этим данный вид финансирования является наиболее рискованным и, соответственно, наиболее дорогим. Присущая обыкновенным акциям неопределенность усложняет определение стоимости акционерного капитала. Существует несколько подходов к решению данной задачи, из которых наиболее распространенные:

- модель Гордона (метод дисконтированных дивидендов, модель дивидендов с постоянным ростом);
- модель оценки стоимости финансовых активов (САРМ);
- оценка, базирующаяся на доходности облигаций данной организации;
- использование коэффициента «цена/прибыль» (P/E ratio).

1. Основной моделью оценки *обыкновенных акций* является **модель Гордона**. Ее можно применять для организаций, регулярно выплачивающих владельцам обыкновенных акций дивиденды, постоянные или возрастающие по законам геометрической прогрессии. Согласно данной модели, стоимость обыкновенных акций для организации рассчитывается по формуле:

$$k_{cs} = \frac{d_1}{P_0 \cdot (1 - r_{fc})} + g,$$

где d_1 – ожидаемый дивиденд;

P_0 – цена акции на момент оценки;

r_{fc} – уровень затрат на размещение акций в долях единицы;

g – темп прироста дивиденда.

2. Если величину дивидендов трудно планировать заранее, можно использовать **модель определения стоимости финансовых активов (САРМ, Capital Assets Pricing Model)**.

Преимущество этой модели заключается в простоте расчетов и легкости интерпретации их результатов. Однако для ее полноценного использования необходимо наличие зрелого финансового рынка с хорошо развитой информационной инфраструктурой. Также необходимо наличие достоверной информации о результатах деятельности организации за предшествующие годы. Согласно модели САРМ на доходность акции влияет лишь один фактор – поведение рынка акций в целом.

Показателем рискованности отдельной акции служит коэффициент Beta (β) – основной инструмент модели САРМ. Стоимость капитала, полученного от эмиссии обыкновенных акций (k_{cs}) определяется как требуемая доходность размещаемых акций, которая в соответствии с моделью САРМ рассчитывается по следующей формуле:

$$k_{cs} = r + \beta \cdot (r_f - f),$$

где r – доходность безрискового актива,

β – бета коэффициент акций данной организации;

r_f – средняя доходность на рынке акций.

Для использования данной формулы нет необходимости рассчитывать коэффициент β , характеризующий рискованность акций, и рыночный индекс. Все эти показатели рассчитываются и предоставляются специальными рейтинговыми агентствами.

3. Компании, активно эмитирующие облигации и накопившие достаточно продолжительную кредитную историю, могут использовать более простой способ оценки акционерного капитала. Добавляя к величине полной доходности своих облигаций YTM премию за риск, организация получает ожидаемую величину доходности обыкновенных акций. Размер премии рассчитывается исходя из среднерыночной доходности акций E_m и среднерыночной доходности облигаций E_{mb} . Формула для расчета стоимости акционерного капитала в данном случае имеет вид:

$$k_{cs} = YTM + (r_f - E_{mb}),$$

где YTM – доходность к погашению облигационного займа, рассчитанная на полный срок жизни облигации;

r_f – среднерыночная доходность акций;

E_{mb} – среднерыночная доходность облигаций.

4. Модель прибыли на акцию при оценке стоимости собственного капитала базируется на показателе прибыли на акцию, а не на величине выплачиваемых дивидендов. Согласно данной модели стоимость капитала определяется по формуле:

$$k_{cs} = EPS / P_m,$$

где EPS – величина прибыли на одну акцию;

P_m – рыночная цена одной акции.

Оценка *стоимости нераспределенной прибыли* осуществляется исходя из следующих положений. Чистая прибыль организации принадлежит ее собственникам – акционерам. Отказываясь от получения дивидендов и соглашаясь на реинвестирование принадлежащей им прибыли, акционеры рассчитывают на получение дохода, по крайней мере, не меньшего, чем они получали раньше. Норма доходности обыкновенных акций и будет являться стоимостью нераспределенной прибыли. Поскольку удержание прибыли не требует каких-либо дополнительных расходов, данная величина не корректируется на величину издержек, связанных с эмиссией акций. Соответственно, при определении цены акционерного капитала по модели Гордона, выражение для расчета стоимости нераспределенной прибыли примет следующий вид:

$$k_{cs} = \frac{d_1}{P_0} + g$$

Оценка *стоимости* заемного капитала (k_d) в общем виде может быть представлена формулой:

$$k_d = YTM \cdot (1 - n),$$

где YTM – доходность к погашению;

n – ставка налога на прибыль, доли единицы.

Ставка доходности выводится из формулы:

$$P \cdot (1 - r_{fd}) = \sum_{t=1}^N \frac{I}{(1 + YTM)^t} + \frac{P}{(1 + YTM)^N},$$

где P — основная сумма долга;

r_{fd} – уровень расходов на размещение;

l – купонный период;

N — число периодов, в течение которых осуществляется выплата купонных доходов;

I — купонные выплаты.

15.3. Средневзвешенная и предельная стоимость капитала

Средневзвешенная стоимость капитала (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*) – это показатель, характеризующий относительный уровень общей суммы расходов на поддержание структуры капитала. Она рассчитывается по формуле:

$$WACC = \sum_{j=1}^n k_j \cdot d_j,$$

где k_j – стоимость j -го источника капитала;

d_j – удельный вес j -го источника капитала в общей его сумме.

Величина WACC является минимально допустимой нормой доходности инвестиционных проектов, в которые организация собирается вкладывать привлекаемый капитал и часто используется в качестве ставки дисконтирования при расчете показателей эффективности инвестиций.

Основная сложность при расчетах показателя WACC заключается в исчислении стоимости единицы капитала, полученного из конкретного источника средств, так как от этого зависит точность расчета WACC. Для некоторых источников ее можно вычислить достаточно легко и точно (например, стоимость банковского кредита); для ряда других источников это сделать достаточно сложно, причем точное исчисление в принципе невозможно. Тем не менее, даже приблизительные оценки WACC приемлемы для аналитических целей.

Традиционно организация расширяет свою деятельность за счет реинвестированной прибыли. Однако при реализации крупных инвестиционных проектов рассматривается возможность привлечения внешнего финансирования. Привлечение дополнительных источников финансирования повышает уровень финансового риска организации, что приводит к росту стоимости капитала. Поэтому при оценке долгосрочных инвестиционных решений необходимо учитывать концепцию роста предельной стоимости капитала (*Marginal Cost of Capital, MCC*). Предельная стоимость капитала – это стоимость каждой единицы дополнительно привлекаемого капитала, т.е. фактически – это стоимость последнего привлечения. Поэтому при оценке целесообразности реализации инвестиционного проекта необходимо сравнить ожидаемый уровень рентабельности проекта с предельной стоимостью капитала. Следовательно, каждый последующий проект должен обладать более высокой доходностью, чем предыдущий.

16. Инвестиции в корпорациях

16.1. Понятие финансовых инвестиций

Инвестиции – это долгосрочное вложение капитала в собственной стране или за рубежом с целью увеличения накоплений и получения прибыли. Главная цель инвестиционной стратегии корпорации, заключается в формировании инвестиционного портфеля, который представляет собой диверсифицированную совокупность вложений в различные виды активов.

Объектами финансовых инвестиций являются ценные бумаги и объекты тевастрации (бумажные деньги или золото, накапливаемые населением в целях страхования сбережений от инфляционного обесценения, а также под угрозой потерь в периоды политических и экономических кризисов).

К основным ценным бумагам, называемым **капитальными финансовыми активами** относятся:

1. Акция — именная эмиссионная ценная бумага, свидетельствующая о вкладе в уставный фонд акционерного общества, эмитируемая на неопределенный срок в бездокументарной форме и удостоверяющая определенный объем прав владельца в зависимости от ее категории (простая (обыкновенная) или привилегированная), типа (для привилегированной акции).

2. Облигация — эмиссионная ценная бумага, удостоверяющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также удостоверить право ее владельца на получение определенного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и (или) дисконт.

Денежные средства вкладываются в финансовые активы на долгосрочной основе в надежде получения по ним долгосрочный стабильный доход – такая политика характерна для инвестиционных, пенсионных фондов и др. Вместе с тем, распространены и краткосрочные финансовые вложения поскольку:

- рыночные ценные бумаги могут выполнять роль страхового запаса денежных средств;
- могут преследовать спекулятивные цели. Спекуляции могут осуществляться лишь при наличии запаса денежных средств, а не на последние деньги. Как правило, это высокорисковые вложе-

ния с устраивающей инвестора вероятностью сверхдоходности. Как правило, спекулятивные операции с финансовыми активами краткосрочны, а риск потерь минимизируют с помощью хеджирования.

16.2. Портфель ценных бумаг

Совокупность ценных бумаг, принадлежащих юридическому или физическому лицу, служащая для достижения определенных инвестиционных целей и выступающая как целостный объект управления называется портфелем ценных бумаг.

Формирование портфеля ценных бумаг является одним из важнейших инструментов управления финансовыми инвестициями. В основе формирования портфеля лежит комбинирование ценных бумаг с различными экономическими характеристиками. Это позволяет данной совокупности ценных бумаг иметь такие инвестиционные качества, которые недостижимы при инвестировании средств в их отдельные виды.

Процесс формирования портфеля ценных бумаг включает несколько этапов:

1. Проводится анализ финансового рынка, инвестиционных качеств ценных бумаг, финансового состояния эмитентов и т.д.

2. Устанавливаются инвестиционные цели, выбирается оптимальный тип портфеля.

3. Инвесторы рассчитывают приемлемое соотношение риска и дохода, т.е. удельный вес в портфеле ценных бумаг с различным уровнем риска и дохода.

4. Определяется первоначальный состав портфеля с учетом выбранной инвестиционной стратегии.

5. Выбирается схема дальнейшего управления портфелем ценных бумаг:

а) схема фиксированной суммы – предполагает инвестирование в фондовый портфель определенной денежной суммы через некоторые промежутки времени. Это пассивная схема, поскольку не учитывает изменения на рынке и др. факторы, влияющие на качество портфеля.

б) схема фиксированной пропорции – каждому виду ценных бумаг отводится определенный удельный вес в фондовом портфеле, остающийся постоянным в течение установленного срока. Состав портфеля может пересматриваться, но пропорции сохраняются.

в) схема плавающей пропорции – характеризуется гибкой шкалой удельных весов ценных бумаг в портфеле. Первоначальное соотношение между ценными бумагами корректируется при изменении ситуации на рынке, инвестиционных качеств ценных бумаг, спроса и предложения на них.

Управление портфелем ценных бумаг осуществляется по направлениям:

- оптимизация портфеля ценных бумаг направлена на снижение риска при заданном уровне доходности входящих в портфель ценных бумаг;

- диверсификация – это выбор ценных бумаг, накапливаемых в портфеле для которых характерно разнонаправленное изменение риска и доходности.

Возможность и целесообразность осознанного, неспонтанного оперирования финансовыми активами предполагает понимание экономической природы каждого актива и умение оценивать их базовые характеристики: стоимость, доходность, риск.

16.3. Оценка доходности финансовых вложений

Доходность акций определяется как отношение дохода от акций к её рыночной стоимости. Доход от акции складывается из двух составляющих: доход, полученный в результате разницы курсов продажи и покупки акции; доход, полученный в виде дивидендов (дивидендный доход). Практически всегда дивидендный доход для инвестора менее важен, чем изменение стоимости акции.

Выделяют следующие виды доходности акций:

1. Текущая доходность акции без учета ее реализации рассчитывается по формуле:

$$r = \frac{d}{P_0} \cdot 100 \cdot \frac{365}{T},$$

где d – годовой дивиденд на акцию;

P_0 – цена приобретения акции;

T – период инвестирования, дни.

2. Рыночная текущая доходность акции рассчитывается по формуле:

$$r = \frac{d}{P_1} \cdot 100 \cdot \frac{365}{T},$$

где P_1 – текущая рыночная цена акции.

3. Конечная доходность определяется, если период инвестирования заканчивается реализацией акции:

$$r_T = \left(\frac{P_1}{P_0} - 1\right) \times 100$$

$$r_T = \frac{(P_1 - P_0) : n + \bar{d}}{(P_1 + P_0) : 2} \cdot 100,$$

где n – число лет от покупки до продажи акции;

\bar{d} – средний дивиденд за n лет (как среднее арифметическое).

Чтобы подсчитать в этом же случае годовую доходность акций используют формулу:

$$r_T = \left(\sqrt[n]{P_1 : P_0} - 1\right) \times 100$$

Если покупка и продажа акции происходят в рамках года, то доходность операции можно определить по формуле:

$$r_T = \frac{P_1 - P_0 + d}{P_0} \cdot \frac{365}{T}$$

Среди показателей доходности облигаций выделяют:

1. Купонная доходность рассчитывается по формуле:

$$r_0 = \frac{I}{P} \cdot 100,$$

где I – годовой купонный доход;

P – номинал облигации;

2. Текущая доходность рассчитывается по формуле:

$$r_{0r} = \frac{I}{P_1} \cdot 100,$$

где P_1 – текущая рыночная цена облигации.

3. Полная доходность рассчитывается по формуле:

$$r_{0p} = \frac{I + \frac{P + P_0}{n}}{(P + P_0) : 2} \cdot 100,$$

P_0 – цена приобретения облигации;

n – срок от покупки до погашения облигации, годы.

Но чаще инвестор обеспокоен не абсолютной ожидаемой доходностью актива, а ее разностью с безрисковой доходностью – премией за риск. В этом случае для сравнения относительного риска используется премия за риск на единицу принимаемого риска, или коэффициент Шарпа ($K_{Ш}$):

$$K_{Ш} = \frac{(D_1 - D_Б)}{\sigma_A},$$

где D_1 – ожидаемая доходность актива;

$D_Б$ – безрисковая доходность;

σ_A — стандартное отклонение доходности портфеля (актива).

Чем выше коэффициент Шарпа, тем выше относительная привлекательность инвестиции.

17. Оценка стоимости финансовых активов корпорации

17.1. Необходимость оценки стоимости финансовых активов корпорации

Оценка стоимости финансовых активов является начальным этапом инвестирования, поскольку устанавливается приемлемость цен, сложившихся на рынке. Различают следующие виды стоимости ценных бумаг:

1. Номинальная стоимость определяется эмитентом в момент эмиссии ценных бумаг и может быть изменена после внесения изменений в проспект эмиссий.

2. Балансовая (или бухгалтерская) стоимость ценной бумаги представляет собой стоимость этого актива по данным бухгалтерского баланса организации-инвестора.

3. Рыночная стоимость или курсовая стоимость ценной бумаги соответствует той цене, которая складывается в результате баланса спроса и предложения, и по которой ее можно продать на конкурентном рынке. Текущие рыночные котировки ценных бумаг являются непосредственным отражением рыночной стоимости.

4. Действительная (внутренняя) стоимость ценной бумаги представляет собой цену, которую эта ценная бумага должна была бы иметь, если учесть все факторы, влияющих на формирование ее стоимости: состояние активов, наличие прибыли, перспектив на будущее и уровня руководства компании-эмитента и т. п.

5. Ликвидационная стоимость ценной бумаги определяется размером денежной компенсации, которую должен получить ее владелец в случае ликвидации компании эмитента.

Оценка стоимости ценных бумаг может понадобиться:

- при заключении сделки купли-продажи;
- при оформлении залога;
- при внесении в уставный капитал;
- в случае конвертации;
- в случае выкупа у акционеров и др.

17.2. Внутренняя и рыночная стоимость финансового актива

На мировом финансовом рынке различают две основные категории стоимости ценных бумаг — рыночную стоимость (market value) и справедливую (внутреннюю) рыночную стоимость (fair market value). Рыночная стоимость выступает при этом в качестве нижнего уровня, а справедливая рыночная стоимость отражает верхний максимально возможный уровень стоимости. Справедливая рыночная стоимость определяется как цена, по которой активы компании могут быть проданы в результате добровольного соглашения покупателя и продавца при условии, что обе стороны сделки купли-продажи полностью владеют достаточной и достоверной информацией, не подвержены какому-то ни было влиянию и ограничениям во времени.

Внутренняя стоимость финансового актива выступает в роли критерия при оценке его инвестиционной привлекательности. При сопоставлении цены и стоимости возможны следующие варианты:

1. Рыночная цена актива с позиций инвестора завышена и нет смысла его покупать.
2. Цена актива занижена, есть смысл его купить.
3. Текущая цена полностью отражает текущую стоимость актива, поэтому спекулятивные операции не целесообразны.

В связи с правом на участие в управлении акционерным обществом наиболее важными характеристиками, определяющими стоимость пакета ценных бумаг при оценке рыночной стоимости акций, являются его размер, ликвидность и степень контроля, которую он обеспечивает.

Дополнительные права, предоставляемые акционеру в зависимости от размера пакета голосующих акций, которыми он владеет, приведены в таблице 1. Сколько стоит каждое дополнительное право в частности и вся их совокупность в целом — каждый акционер в определенных конкретных условиях решает для себя сам.

Таблица 1 – Права акционера, в зависимости от пакета акций

Объем пакета акций	Раздел Закона «О хозяйственных обществах»	Объем прав
>= 1% голосующих	П.3 ст.81	Право требования для ознакомления предоставления полного списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров.
>= 2%	Ст.80	Право внести предложения в повестку дня общего собрания акционеров, а также по кандидатурам в совет директоров (наблюдательный совет) и ревизионную ко-

		миссию (ревизора)
>= 10%	П.5 ст.48	Право требования созыва внеочередного общего собрания акционеров
>= 20%	П.3, 4 ст.56	Являются аффилированными лицами хозяйственного общества (право преобладания в отношении зависимого общества)
>= 30%	П.2 ст.43	Право обеспечения кворума на повторном собрании акционеров
> 50%	ст.43	Право обеспечения правомочности общего собрания акционеров и принятия решений, принимаемых простым большинством
> 75%	ст.58	Право принятия решений, требующих три четверти голосов:
не < 3/4 присутствующих		<ul style="list-style-type: none"> о совершении крупной сделки, предметом которой является имущество стоимостью от 50% балансовой стоимости активов
> 67%		Право принятия решений, требующих 2/3 голосов:
не < 2/3 присутствующих		<ul style="list-style-type: none"> о совершении крупной сделки, предметом которой является имущество стоимостью от 25 до 50% балансовой стоимости активов
> 25%	Ст.58	Право блокирования решений, принимаемых большинством в 3/4 голосов

С точки зрения степени контроля, который обеспечивает то или иное количество акций, особо выделяют контрольный и блокирующий пакеты акций. Под «**контрольным пакетом акций**» понимают любую форму участия в капитале организации, которая обеспечивает безусловное право принятия или отклонения определенных решений на общем собрании ее участников (акционеров, пайщиков) и в ее органах управления. Чисто теоретически под контрольным пакетом акций понимают долю в уставном капитале акционерного общества 50% + 1 акция. Однако практически (при широком распространении акций) контрольный пакет может составлять 30% или даже 20% акций.

Блокирующий пакет – это доля акций, позволяющая их владельцам накладывать вето на решения совета директоров акционерного общества. Обычно блокирующий пакет составляет долю в уставном капитале 25% + 1 акция.

17.3. Оценка корпоративных облигаций

Для оценки облигации с конечным сроком погашения следует учитывать не только поток процентных выплат, но и ее номинал, выплачиваемый в момент ее погашения.

Для оценки действительной стоимости *купонной облигации с конечным сроком погашения*, проценты по которой выплачиваются в конце каждого года ($S_{обл}$), следует использовать формулу:

$$S_{обл} = \sum_{t=1}^N \frac{I}{(1+r_t)^t} + \frac{P}{(1+r_t)^N},$$

где: N – количество лет до наступления срока погашения облигации;

r_t – требуемая инвестором ставка доходности в соответствующем году;

I – годовой купонный доход;

P – номинальная стоимость облигации.

Бескупонная облигация не предусматривает периодических выплат процентов, зато продается со значительным дисконтом относительно своего номинала. Стоимость такой облигации рассчитывается по формуле:

$$S_{обл} = \frac{P}{(1+r_t)^N}$$

17.4. Оценка акций

Привилегированными акциями называются акции, по которым, как правило, предусмотрена регулярная выплата фиксированных дивидендов, также они не имеют срока погашения. Оценка их стоимости проводится по формуле:

$$S_{np} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_{np}}{(1+r)^t},$$

где d_{np} – заранее объявленный дивиденд по акции;

r – требуемая инвестором ставка доходности;

t – период инвестирования в акцию.

Методы определения действительной стоимости акции и прогнозирования ее рыночной стоимости базируются на двух принципиально различных подходах: *фундаментальном* и *техническом*. При этом следует иметь в виду: если фундаментальный анализ пригоден для всех акций, то технический – только для ликвидных.

Фундаментальный анализ основан на интерпретации показателей деятельности организации во внешней среде (экономическая и политическая ситуация, законодательство, конъюнктура рынка и др.). Он обычно состоит из двух стадий: □ анализ общей ситуации в стране, отрасли; анализ отдельной компании, ее финансового положения и результатов деятельности на рынке.

Используются различные концепции определения стоимости корпоративных ценных бумаг. Одни базируются на оценке изменений активов, а другие — на изучении прогнозируемых доходов. Ни один метод оценки обыкновенных акций до сих пор не получил всеобщего признания. Каждая концепция оценки стоимости используется для решения конкретных задач, и с каждой из них связан отдельный вид стоимости акции. С позиций концепции, базирующейся на оценке изменения активов, определяется:

1. Балансовая стоимость акции определяется стоимостью чистых активов компании, деленной на количество акций. Эта стоимость играет важную роль в процессе объединения или слияния компаний. В развитых странах компании оцениваются в несколько раз выше, чем их бухгалтерская стоимость. При отсутствии объективной информации для использования других методов, бухгалтерская стоимость выступает на первый план.

2. Скорректированная балансовая стоимость – это стоимость, определяемая с помощью балансового множителя однотипной организации, который представляет собой соотношение между рыночной и балансовой стоимостью. Эта стоимость используется при внутриотраслевой оценке стоимости акций однородных предприятий, когда существует достаточно стабильное и надежное соотношение между их рыночной и балансовой стоимостями. Этот метод рекомендуют применять при оценке ценных бумаг ликвидируемых предприятий. Балансовый множитель подлежит корректировке. Он снижается при большом удельном весе заемных средств в структуре капитала предприятия, при дисконтировании рыночной стоимости элементов активов с учетом времени и затрат на продажу.

3. Ликвидационная стоимость определяется суммированием рыночных стоимостей отдельных видов активов.

4. Стоимость ценных бумаг, определяемая на основе капитализации чистой прибыли, используется для стабильно работающих предприятий. Отношение рыночной капитализации к чистой прибыли (Р/Е) является основной статистической характеристикой акций. При этом анализируются амплитуда колебаний стоимости ценных бумаг, объем потоков наличности, доля заемных средств в структуре капитала, уровень дивидендов и их динамика.

Расчет дисконтированной, аукционной, ликвидационной стоимости основан на концепции оценки прогнозируемых доходов. Этот подход наиболее распространен в условиях нестабильной экономики, подверженной воздействию инфляции, колебаниям валютного курса, кризисным явлениям на фондовом рынке. В основе дисконтирования лежит прогнозирование будущей цены исходя из текущей стоимости ценных бумаг:

1. Стоимость на основе дисконтирования дивидендов определяется для оценки будущей цены акций при их продаже. Обычно она используется инвесторами при формировании портфелей ценных бумаг.

2. Стоимость на основе дисконтирования денежных потоков считается одним из наиболее надежных и сложных показателей среди совокупности всех методов оценки. Основная трудность использования соответствующей концепции связана с прогнозированием денежных потоков в условиях неопределенности внешней среды, что влияет на выбор ставки дисконтирования и, тем самым, на реальную величину будущих поступлений.

3. Стоимость на основе капитализации денежных потоков используется для сопоставления стоимости и цен на акции при структурных изменениях, например, при поглощении или слиянии компаний. При этом требуется обосновать степень идентичности и сопоставимости компаний даже одной отрасли посредством анализа активов, денежных потоков, доходов, балансовой и ликвидационной стоимости.

Технический анализ связан с изучением динамики рыночных цен на акции, а также объемов их продаж, спредов, степени риска и других рыночных индикаторов. Один из способов технического

анализа – использование технических индикаторов. Они являются графическим отображением математических функций, которые применяются к ценовому графику. В торговых терминалах технические индикаторы чаще всего отображаются внизу, под графиком цены. При анализе одним из самых известных и популярных является инструмент технического анализа – индикатор MACD.

Также можно рисовать трендовые линии или определять уровни поддержки и сопротивления.

18. Финансовый анализ в корпорации

18.1. Задачи финансового анализа и его роль в принятии управленческих решений

Финансовый анализ тесно связан с принятием управленческих решений. Он ориентирован на минимизацию информационных рисков, раскрытие основных тенденций в изменении финансового состояния организации, ее деловой активности, прогноз финансовых результатов и оценку обеспеченности финансовой устойчивости с учетом особенностей деятельности организации. Различают:

1. Внешний финансовый анализ ориентирован на оценку инвестиционной привлекательности и кредитоспособности организации. Аналитик использует открытую финансовую информацию и типовые методики.

2. Внутренний финансовый анализ является частью системы управления финансами организации. Наибольший акцент делается на понимание причин происходящих изменений финансового состояния организации и поиск решений, направленных на улучшение этого состояния. Используются данные управленческого учета.

Задачами финансового анализа деятельности организации являются:

- определение финансового состояния компании на текущий момент;
- выявление тенденций и закономерностей в ее развитии за исследуемый период;
- установление факторов, отрицательно влияющих на финансовое состояние,
- выявление резервов, которые компания может использовать для улучшения своего финансового состояния,
- выработка рекомендаций, направленных на улучшение ее финансового состояния.

18.2. Логика аналитической работы

Логика аналитической работы предусматривает следующие основные этапы:

1. Предварительная оценка. Включает оценку надежности информации, чтение информации и общую экономическую интерпретацию статей бухгалтерского баланса. На этом этапе надо оценить риск, связанный с использованием имеющейся информации, сделать общие выводы относительно основных показателей, характеризующих величину долгосрочных и краткосрочных активов, собственного капитала, обязательств, выявить основные тенденции изменения показателей, наметить основные направления углубления анализа. Необходимо принимать во внимание изменения, произошедшие в учетной политике организации.

2. Экспресс-анализ текущего финансового состояния. Его цель – обратить внимание лица, принимающего решение, на основные проблемы. Он включает расчет финансовых коэффициентов и интерпретацию полученных результатов с позиций оценки текущей и долгосрочной платежеспособности, деловой активности и доходности, активности на рынке ценных бумаг.

3. Углубленный анализ. Такой анализ может быть проведен узким кругом лиц, которые могут охарактеризовать причины возникших проблем на основе детального анализа внутренней информации.

4. Прогнозный анализ основных финансовых показателей с учетом принимаемых решений и оценка на этой основе финансовой устойчивости. Задача на этом этапе – выяснить, как прошлые события и сложившиеся тенденции, а также вновь принимаемые решения могут повлиять на способность организации сохранять финн устойчивость.

18.3. Анализ имущественного потенциала корпорации

Имущественный потенциал организации характеризуется величиной, составом и состоянием активов, которыми она владеет и распоряжается для достижения своей цели. При приведении анализа имущественного потенциала компании необходимо определить размер, состав и состояние

активов, которыми она владеет и распоряжается для достижения своих целей с дальнейшим подразделением на такие процедуры, как построение аналитического баланса, вертикальный анализ баланса, горизонтальный анализ баланса, анализ качественных сдвигов в имущественном потенциале. Это дает возможность установить размер абсолютного и относительного прироста (уменьшения) всего имущества организации и отдельных ее видов.

Основными наиболее информативными показателями, которые характеризуют имущественный потенциал организации, являются:

- стоимость чистых активов организации. Показатель определяется как разность между активами и обязательствами, принимаемыми к расчету.
- доля активной части основных средств. Активная часть основных средств это машины, оборудование и транспортные средства, т.е. активы, непосредственно задействованные в производственно-технологическом процессе.
- коэффициент износа, определяемый отношением суммы накопленной амортизации к первоначальной стоимости основных средств.
- коэффициент обновления, определяемый отношением стоимости введенных в эксплуатацию основных средств за отчетный период к первоначальной стоимости основных средств на конец периода.
- коэффициент выбытия, определяемый отношением стоимости выбывших из эксплуатации основных средств за отчетный период к первоначальной стоимости основных средств на начало периода
- коэффициенты структуры краткосрочных активов. Краткосрочные активы условно подразделяются на: материальные краткосрочные активы (запасы), средства в расчетах (дебиторская задолженность), денежные средства и их эквиваленты. Аналитическое значение здесь имеет как структура краткосрочных активов (например, соотношение труднореализуемых и легко реализуемых активов), так и доля того вида активов, который наиболее значим для функционирования данной организации.
- для оценки структуры запасов используется коэффициент накопления запасов, рассчитываемый как отношение суммы производственных запасов и затрат в незавершенном производстве к готовой продукции.
- для анализа дебиторской задолженности – показатели оборачиваемости, доли задолженности в общей стоимости имущества.

18.4. Анализ финансовых результатов деятельности

Оценка финансовых результатов деятельности компании осуществляется для анализа эффективности деятельности. Для этого используются следующие аналитические показатели прибыли:

1. Маржинальная прибыль (gross profit margin) определяемая как разница между выручкой-нетто и переменными затратами по текущей деятельности.

2. Прибыль «про форма» (pro forma earning). Основная особенность его расчета – освобождение прибыли от разовых событий, влияющих на ее значение. Например, какую прибыль заработала бы компания при отсутствии тех или иных налогов, при отсутствии неблагоприятных факторов, имевших место в данном году.

3. Аналитическая прибыль информационных агентств:

3.1. Прибыль до уплаты налогов и процентов – EBIT. Она равна прибыли от реализации, рассчитанной по МСФО.

3.2. Прибыль до уплаты налогов, процентов и вычета амортизации, начисленной по основным средствам и нематериальным активам – EBITDA, рассчитывается по формуле:

$$EBITDA = EBIT + \text{Амортизационные начисления за период}$$

3.3. Посленалоговая прибыль с допущением о работе исключительно на собственном капитале – NOPAT, которая рассчитывается по формуле:

$$NOPAT = NI + (1+t) \times Int,$$

где NI – чистая прибыль,

Int – проценты уплаченные,

t – ставка налога на прибыль

3.5. Скорректированная чистая прибыль компаний часто рассчитывается как чистая прибыль по отчетности за вычетом убытка от курсовой разницы и с корректировкой на соответствующую сумму налоговых начислений.

3.6. Экономическая прибыль – это в общем виде прибыль по стандартам финансовой отчетности за минусом платы за собственный капитал, определяемой исходя из уровня требуемой доходности по собственному капиталу.

В рамках оценки эффективности деятельности компании анализируют:

1. Рентабельность продаж (Net Profit Margin), определяемую как отношение чистой прибыли компании к выручке-нетто.

2. Рентабельность продаж (Return On Sales, ROS), определяемую как отношение ЕБИТ к выручке-нетто.

3. Рентабельность продаж, определяемую как отношение ЕБИТДА к выручке-нетто.

4. Рентабельность активов (ROA), определяемую как отношение чистой прибыли к активам компании.

5. Рентабельность собственного капитала (ROE), определяемую как отношение чистой прибыли к собственному капиталу компании.

6. Соотношение ЕБИТДА/employees, т.е. среднесписочная численность работающих – показывает, какую прибыль компании приносит 1 ее работник. Для обеспечения сопоставимости данных этот показатель измеряется в долларах США на 1 работника. Как правило, крупные международные корпорации помимо отчетности в национальной валюте ведут и вторую – в долларовой эквиваленте, что делает удобным для сравнения именно доллар США.

7. Отношение Мcap/Sales, т.е. рыночной стоимости компании к выручке-нетто позволяет оценить, насколько стоимость бизнеса (отношение к нему со стороны инвесторов) соответствует достигнутым масштабам деятельности.

Все выделенные показатели определяются в процентах.

18.5. Анализ платежеспособности корпорации

Под платежеспособностью организации следует понимать способность организации своевременно рассчитаться по долгам

1. Коэффициент абсолютной ликвидности ($K_{АЛ}$) характеризует удельный вес краткосрочных обязательств, которые могут быть погашены на дату составления баланса за счет абсолютно ликвидных активов (денежных средств и финансовых вложений). Рекомендуемое его значение должно быть не менее 0,2. Рассчитывается по формуле:

$$K_{АЛ} = \frac{ДС + ФВ_{кр}}{КО},$$

ФВ_{кр} – краткосрочные финансовые вложения;

КО – краткосрочные обязательства.

2. Коэффициент текущей ликвидности ($K_{ТЛ}$) характеризует долю краткосрочных обязательств, которая может быть погашена в результате реализации краткосрочных активов. Рассчитывается по формуле:

$$K_{ТЛ} = \frac{ОА}{КО},$$

где КА – краткосрочные активы.

3. Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами ($K_{СОС}$) показывает долю собственных источников в формировании краткосрочных активов. Рассчитывается по формуле:

$$K_{СОС} = \frac{СОС}{КА} = \frac{СК + ДО - ДА}{КА},$$

где СОС – собственные оборотные средства;

СК – собственный капитал;

ДО – долгосрочные обязательства;

ВА – долгосрочные активы.

Нормативная величина коэффициента текущей ликвидности и коэффициента обеспеченности собственными оборотными средствами установлена Постановлением Совета Министров № 1672 и зависит от отрасли деятельности (Приложение А). Критерием признания субъекта хозяйствования неплатежеспособным является наличие одновременно коэффициента текущей ликвидности и коэффициента обеспеченности собственными оборотными средствами на конец отчетного периода в зависимости от основного вида экономической деятельности, имеющих значения менее приведенных в нормативных значениях коэффициентов.

4. Коэффициент обеспеченности финансовых обязательств активами (финансовой зависимости) (K_3) характеризует долевое участие заёмных и привлечённых источников финансирования в формировании активов организации. Рассчитывается по формуле:

$$K_3 = \frac{ЗС}{ИБ},$$

где ЗС – заёмные средства;

ИБ – итог баланса.

Критерием неплатежеспособности, имеющей устойчивый характер, является неплатежеспособность субъекта хозяйствования в течение четырех кварталов, предшествующих составлению последнего бухгалтерского баланса, и наличие на дату составления последнего бухгалтерского баланса значения коэффициента обеспеченности финансовых обязательств активами, превышающего нормативное значение (0,85).

18.6. Анализ финансовой устойчивости корпорации

Финансовая устойчивость организации определяется как возможность обеспечения роста ее деловой активности при сохранении платежеспособности в условиях допустимого финансового риска. Здесь выделяют следующие направления анализа:

1. Определение типа финансовой устойчивости. Обобщающим показателем является излишек или недостаток следующих источников средств для формирования запасов:

1.1. Наличие собственных источников (I_1). Рассчитывается по формуле:

$$I_1 = СК - ДА$$

1.2. Наличие долгосрочных источников (I_2). Рассчитывается по формуле:

$$I_2 = I_1 + ДО$$

1.3. Наличие общей величины основных источников (I_3). Рассчитывается по формуле:

$$I_3 = I_2 + КО$$

Трем показателям наличия источников формирования запасов соответствуют три показателя обеспеченности запасов источниками их формирования:

• излишек или недостаток собственных источников ($ОБ_1$). Рассчитывается по формуле:

$$ОБ_1 = I_1 - \text{Запасы}$$

• излишек или недостаток долгосрочных источников ($ОБ_2$). Рассчитывается по формуле:

$$ОБ_2 = I_2 - \text{Запасы}$$

• излишек или недостаток общей величины основных источников ($ОБ_3$). Рассчитывается по формуле:

$$ОБ_3 = I_3 - \text{Запасы}$$

Возможно выявление 4 типов финансовых ситуаций:

- абсолютная устойчивость: $ОБ_1 \geq 0$, $ОБ_2 \geq 0$, $ОБ_3 \geq 0$;
- нормальная устойчивость: $ОБ_1 < 0$, $ОБ_2 \geq 0$, $ОБ_3 \geq 0$;
- неустойчивое состояние: $ОБ_1 < 0$, $ОБ_2 < 0$, $ОБ_3 \geq 0$;
- кризисное состояние: $ОБ_1 < 0$, $ОБ_2 < 0$, $ОБ_3 < 0$.

2. Оценка структуры капитала, проводимая с помощью показателей:

• Коэффициент финансовой независимости ($K_{ФН}$) показывает долю собственного капитала в общем объеме источников финансирования. Рассчитывается по формуле:

$$K_{ФН} = \frac{СК}{ИБ}$$

• коэффициент капитализации или коэффициент финансовой зависимости ($K_{ФЗ}$) показывает долю обязательств в общем объеме источников финансирования. Рассчитывается по формуле:

$$K_{\phiз} = \frac{ЗС}{ИБ}$$

- коэффициент финансового левериджа ($K_{\phiл}$) показывает сумму обязательств, приходящуюся на 1 рубль собственного капитала. Рост значения данного коэффициента свидетельствует о повышении финансового риска. Рассчитывается по формуле:

$$K_{\phiл} = \frac{ЗС}{СК}$$

- коэффициент маневренности собственного капитала ($K_{МСК}$) характеризует долю собственных средств, участвующих в формировании оборотных активов в общей сумме собственных источников финансирования организации. Рассчитывается по формуле:

$$K_{МСК} = \frac{СОС}{СК}$$

- коэффициент обеспеченности просроченных финансовых обязательств активами ($K_{ОПР}$) показывает долю просроченных обязательств организации в формировании её активов. Рассчитывается по формуле:

$$K_{ОПР} = \frac{ОБ_{пр}}{ИБ}$$

где $ОБ_{пр}$ – просроченные обязательства.

В процессе анализа финансовой устойчивости необходимо также оценить условия привлечения обязательств, возможности организации погашать процентные платежи..

19. Финансовая политика корпорации

19.1 Понятие финансовой политики корпорации

Финансовая политика корпорации – это целенаправленное использование финансов для достижения стратегических и тактических задач. В составе финансовой политики выделяют финансовую стратегию и тактику.

Финансовая стратегия – это финансовый курс, рассчитанный на долгосрочную перспективу и предполагающий решение крупномасштабных задач развития корпорации.

Разработка финансовой стратегии в корпорации предполагает принятие решений по учетной, налоговой, кредитной, амортизационной, ценовой и дивидендной политике; управлению краткосрочными активами и кредиторской задолженностью, текущими расходами, сбытом продукции и прибылью.

Финансовая стратегия реализуется благодаря перспективному финансовому планированию, ориентированному на достижение заданного уровня основных параметров деятельности: рыночной капитализации, объема продаж и себестоимости, прибыли и рентабельности, финансовой устойчивости и платежности, ценовой конкурентоспособности.

Финансовая тактика определяет способы и пути решения локальных задач конкретного этапа развития корпорации путем своевременного изменения финансовых связей, перераспределения денежных ресурсов между отдельными видами расходов. Если финансовая стратегия относительно стабильна, финансовая тактика должна отличаться гибкостью, обеспечивая быстрое реагирование на изменения рыночной конъюнктуры (спроса и предложения на ресурсы, товары и услуги).

В современных условиях наиболее эффективной стратегией развития для крупных предприятий является **стратегия диверсификации**. Суть ее в том, что деятельность разнообразных подразделений предприятия организуется в разных областях, что усиливает его конкурентные позиции.

19.2. Классификация целей финансовой политики

Финансовая стратегия предприятия в соответствии с главной стратегической целью обеспечивает:

- формирование финансовых ресурсов и централизованное стратегическое руководство ими;
- выявление решающих направлений и сосредоточение на их выполнении усилий, маневренности в использовании резервов финансовым руководством предприятия;
- ранжирование и поэтапное достижение задач;
- соответствие финансовых действий экономическому состоянию и материальным возможностям предприятия;
- объективный учет финансово-экономической обстановки и реального финансового положения предприятия;
- создание и подготовку стратегических резервов;
- учет экономических и финансовых возможностей самого предприятия и его конкурентов;
- определение главной угрозы со стороны конкурентов, мобилизацию сил на ее устранение и умелый выбор направлений финансовых действий;
- маневрирование и борьбу за инициативу для достижения решающего превосходства над конкурентами.

Стратегическими задачами финансовой политики являются: максимизация капитализации компании; оптимизация капитала и поддержка финансовой устойчивости компании; достижение информационной прозрачности для собственников, инвесторов и кредиторов; обеспечение инвестиционной привлекательности; использование рыночных механизмов привлечения денежных средств (эмиссия ценных бумаг); эффективное управление финансами на основе диагностики финансового состояния и выбора стратегических целей деятельности, адекватных рыночным условиям и плану путей их достижения.

20 Финансовые риски корпорации

20.1 Понятие и классификация рисков

В наиболее общем виде под **риском** понимают вероятность возникновения убытков или недополучения доходов по сравнению с прогнозируемым вариантом.

Выделяют:

1. Систематический (недиверсифицируемый) риск это риск, который характерен для всех ценных бумаг и не может быть устранен за счет диверсификации. Он обусловлен общим движением рынка или его сегментов и не связан с конкретной ценной бумагой.

2. Несистематический.

Несистематический риск включает в себя три группы рисков: макроэкономические риски, риски предприятия (эмитента), риски управления портфелем и технические риски.

Основные факторы **макроэкономического риска**:

- уровень инфляции;
- темпы экономического развития страны;
- изменение ставок процента;
- изменение обменного курса валют;
- уровень политической стабильности

Макроэкономические риски возникают в результате факторов, действующих на уровне экономики в целом, однако разные ценные бумаги по-разному восприимчивы к действию этих факторов.

Инфляционный риск — это риск непрогнозируемого изменения темпов роста цен.

Самый простой способ корректировки — разделить номинальную величину на индекс цен. В случае, если темп инфляционного роста цен в стране превышает 15%, рекомендуется пересчет проводить с применением формулы Фишера:

$$R_r = \frac{R_n - i}{1 + i},$$

где R_r — реальная ставка дохода (дисконта);

R_n — номинальная ставка дохода (дисконта);

i — индекс инфляции.

Риски предприятия (эмитента) – это вероятность наступления потерь из-за покупки ценных бумаг конкретного эмитента (эмитентами могут быть не только предприятия, но и государство, местные органы власти). В эту группу входят: кредитный и процентный риски, риск ликвидности и риск мошенничества.

Риски управления портфелем и технические риски – это вероятность наступления потерь из-за неправильных действий управляющего инвестиционным портфелем, а из-за сбоев в системе поставки ценных бумаг, в системе расчетов по сделкам с ценными бумагами, а также сбоями в операционной системе.

20.2 Измерение риска отдельного актива

Мерой риска является волатильность. Она выражает характерный масштаб ценовых колебаний. Например, волатильность в 40% означает, что цена акции в среднем легко изменяется за год на 40% вверх или вниз.

Для сравнения выгоды приобретения тех или иных активов используют «отношение Шарпа», определяемое делением доходности на волатильность. Чем больше отношение Шарпа у акции, тем больше ее истинная ожидаемая доходность.

Риск является вероятностной оценкой, его количественное измерение не может быть однозначным и предопределенным. Анализ фактора риска носит субъективный характер.

При оценке риска используются:

1. Субъективный подход – вероятность наступления события оценивается экспертами.
2. Объективный – вероятность наступления события оценивается на основе ранее сложившихся событий.

Количественно риск может быть охарактеризован как некий показатель, измеряющий вариативность дохода или доходности. Для количественной оценки риска можно использовать ряд статистических коэффициентов, в частности:

1. Размах вариации.
2. Дисперсию.
3. Среднее квадратичное отклонение.
4. Коэффициент вариации.

20.3 Риск инвестиционного портфеля

При оценке риска инвестиционного портфеля, чаще используется объективный, или исторический подход. В его основе лежит предположение о том, что распределение вероятностей будущих (ожидаемых) величин практически совпадает с распределением вероятностей уже наблюдавшихся фактических (исторических) величин. Значит, чтобы получить представление о распределении случайной величины доходности в будущем достаточно исследовать изменение этих величин за какой-то промежуток времени в прошлом.

Меру взаимозависимости двух случайных величин измеряют с помощью ковариации и коэффициента корреляции.

Положительная ковариация означает, что в движении доходности двух ценных бумаг имеется тенденция изменяться в одних и тех же направлениях: если доходность одной акции возрастает, то и доходность другой акции также возрастет и наоборот. Если же просматривается обратная тенденция, то есть увеличению доходности акций одной компании соответствует снижение доходности акций другой компании, то считается, что между доходностями акций этих двух компаний существует отрицательная ковариация.

Чем ниже коэффициент корреляции ценных бумаг, составляющих портфель, тем ниже и риск инвестиционного портфеля. Если бы доходности составляющих портфель активов обладали бы идеальной положительной корреляцией, то мы не получили бы никаких выгод от диверсификации.

21. Слияния и поглощения как фактор роста стоимости бизнеса

21.1. Понятие и формы слияний и поглощений

Слияние и поглощение компаний – это частный случай реорганизации. В международной практике термин слияние (merger) принято использовать для обозначения объединения двух или нескольких компаний посредством бухгалтерского метода покупки (purchase) или методом слияния (pooling of interest). Поглощением (takeover, acquisition) принято называть переход контроля над корпорацией.

Различие между слиянием и поглощением чисто техническое и касается порядка организации финансовой стороны сделки. При слиянии две (или более) компании, которые имеют общие интересы, объединяются с целью создания новой компании. При поглощении одна компания покупает другую (или ее часть) и в дальнейшем осуществляет контроль над ней. Поглощение может сопровождаться реализацией активов, когда одна компания продает часть своей собственности другой компании. Многие поглощения совершались в форме выкупа контрольного пакета акций.

В зависимости от характера интеграции компаний целесообразно выделять следующие виды:

- *горизонтальные слияния* – объединение компаний одной отрасли, производящих одно и то же изделие или осуществляющих одни и те же стадии производства;
- *вертикальные слияния* – объединение компаний разных отраслей, связанных технологическим процессом производства готового продукта, т. е. расширение компанией-покупателем своей деятельности либо на предыдущие производственные стадии, вплоть до источников сырья, либо на последующие – до конечного потребителя. Например, слияние горнодобывающих, металлургических и машиностроительных компаний;
- *родовые слияния* – объединение компаний, выпускающих взаимосвязанные товары.
- *конгломератные слияния* – объединение компаний различных отраслей без производственной общности, т.е. слияние организации одной отрасли с организацией другой отрасли, не являющейся ни поставщиком, ни потребителем, ни конкурентом.

Существует два основных способа враждебного поглощения: прямое предложение о покупке акций (тендер) и борьба за голоса акционеров. Первое означает, что компания-агрессор выдвигает корпорации предложение о покупке определенного количества ее акций по фиксированной цене. Эта цена обычно выше текущей цены акций, поэтому держатели заинтересованы в такой продаже. компания-агрессор рассчитывает купить достаточное количество акций корпорации, чтобы иметь возможность приобрести контроль над ней и заменить существующий совет директоров и менеджеров захваченной компании. Второй способ означает, что «агрессор» убеждает акционеров намеренной им корпорации отдать ему свои голоса в надежде собрать достаточное количество сторонников смещения существующего совета и управленческого корпуса.

21. 2 .Основные мотивы и логика слияний и поглощений

Мотивы слияний отражают причины, по которым две или несколько компаний, объединившись, стоят дороже, чем по отдельности. А рост капитализированной стоимости объединенной компании является **целью большинства слияний** и поглощений. Можно выделить следующие основные **мотивы** слияний и поглощений:

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

- экономии, обусловленной масштабами;
 - комбинированию взаимодополняющих ресурсов;
 - возросшей рыночной мощи из-за снижения конкуренции (мотив монополии);
 - взаимодополняемости в области научно-технических работ.
2. Повышение качества управления.
 3. Налоговые мотивы.
 4. Диверсификация производства, возможность использования избыточных ресурсов.

5. Разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения. Зачастую проще купить действующее предприятие, чем строить новое.

6. Разница между ликвидационной и текущей рыночной стоимостью (продажа «вразброс»). Компания в дальнейшем может быть продана «вразброс», по частям, с получением продавцом значительного дохода.

7. Личные мотивы менеджеров, стремление увеличить политический вес руководства компании.

21.3. Методика оценки эффективности слияний и поглощений

Для оценки эффективности сделок слияний и поглощений используются различные подходы. Очень часто анализ начинают с прогноза будущих потоков денежных средств компании, которую собираются присоединить. В такой прогноз включают любое увеличение доходов или снижение затрат, обусловленных сделкой, затем дисконтируют эти суммы и сравнивают полученный результат с ценой покупки. В этом случае ожидаемая чистая выгода рассчитывается как разница дисконтированного потока денежных средств приобретаемой компании, включая выгоды слияния или поглощения, и денежных средств, необходимых для осуществления этой сделки.

Ретроспективная оценка включает:

1. Бухгалтерский подход. Он основан на сопоставлении результатов деятельности компаний до и после слияния на основе данных бухгалтерской отчетности. Оценка эффективности в этом случае осуществляется на основании сравнения ряда производственных и финансовых показателей, к которым относятся: 1) доля на рынке; 2) операционные показатели (объем производства, уровень себестоимости) и 3) финансовые показатели (прибыль, рентабельность собственного капитала, рентабельность активов, другие финансовые коэффициенты). Исходя из динамики изменения данных показателей до и после слияния делается заключение об эффективности или неэффективности слияния или поглощения.

2. Подход, основанный на изучении реакции фондового рынка на слияние, а точнее на анализе изменения доходности акций компании в результате ее участия в процессах слияний и поглощений по сравнению со средней доходностью ценных бумаг данной компании. Данные об изменении рыночных курсов акций отражают реальный экономический эффект от слияния двух компаний для их акционеров.

3. Комбинированный метод объединяет первые два подхода при анализе эффективности слияний и включает в себя следующие этапы: 1) анализ данных бухгалтерской отчетности и результатов деятельности компании; 2) анализ динамики рыночных курсов акций компании; 3) изучение корреляции между изменением показателей, рассчитанных на основе бухгалтерской отчетности, и изменением курсовой стоимости акций компании.

21.4 Формы операционной и финансовой синергии

Основная причина реструктуризации компаний в виде слияний и поглощений заключается в стремлении получить и усилить синергетический эффект. Все синергетические эффекты можно разделить на два типа:

1. Операционные синергии — это такие синергии, которые позволяют компаниям увеличивать их текущие доходы, увеличивать рост или и то и другое. Основными ее разновидностями являются экономия на масштабе, проявляющаяся в снижении затрат на единицу продукции, как правило, за счет снижения доли постоянных затрат в общем объеме затрат, а также экономия на охвате, возникающая вследствие возможности производить (оказывать) большее количество наименований товаров (услуг), используя имеющиеся в наличии основные средства, сырье и материалы. Как правило, именно эту цель преследуют корпорации в горизонтальных и вертикальных слияниях.

2. При наличии финансовой синергии финансовая отдача может принять форму либо более высоких денежных потоков, либо более низких затрат на капитал. Главным мотивом конгломератного слияния является желание одной из компаний решить проблему нехватки ресурсов для проведения выгодного инвестиционного проекта. Ее разновидности: выигрыш на налогах, который возникает либо оттого, что присоединение дает преимущества, предусмотренные налоговым законодательством, либо в результате использования убытков для укрытия дохода; покупка ком-

паний по цене ниже балансовой стоимости; объединение компаний с избыточной наличностью, но с ограниченными проектными возможностями с компанией с дефицитом наличных денег, но с высокодоходными проектами.

1. Корпорация как форма бизнеса и участник рынка капитала	3
2. Сущность и формы проявления корпоративных финансов	7
3. Особенности организации финансовой работы в корпорациях	10
4. Затраты корпорации	13
5. Доходы корпорации	17
6. Финансовые результаты корпорации	20
7. Дивидендная политика и регулирование курса акций	25
8. Экономическая оценка имущества корпорации	28
9. Краткосрочные активы корпорации	31
10. Финансовая отчетность корпорации	35
11. Денежные потоки в корпорациях	37
12. Формирование акционерного капитала корпорации	39
13. Формирование долгового капитала корпорации	41
14. Структура капитала корпорации	45
15. Оценка расходов по привлечению капитала корпорации	48
16. Инвестиции в корпорациях	51
17. Оценка стоимости финансовых активов корпорации	53
18. Финансовый анализ в корпорации	55

Название темы	Количество аудиторных часов		
	всего	в том числе	
		лекций	практических
Тема 16. Инвестиции в корпорациях	4	2	2
Тема 17. Оценка стоимости финансовых активов корпорации	4	2	2
Тема 18. Финансовый анализ в корпорации	8	4	4
Тема 19. Финансовая политика корпорации	4	2	2
Тема 20. Финансовые риски корпорации	4	2	2
Тема 21. Слияния и поглощения как фактор роста стоимости бизнеса	8	4	4
ИТОГО	120	60	60

Учебное издание
Новикова И.Н.

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Текст лекций
для реализации содержания образовательных программ высшего образования I ступени и
переподготовки
руководящих работников и специалистов

Редактор
Компьютерная верстка

Подписано в печать Бумага типографская № 1.
Форма 60 × 84 1/16. Гарнитура Таймс. Ризография.
Усл. печ. л. Уч.-изд. л. Тираж
Заказ №

Учреждение образования
«Белорусский торгово-экономический
университет потребительской кооперации»
246029, г. Гомель, просп. Октября, 50.
ЛИ № 02330/0056814 от 02.03.2004 г.

Отпечатано в учреждении образования
«Белорусский торгово-экономический
университет потребительской кооперации»
246029, г. Гомель, просп. Октября, 50.

**БЕЛКООПСОЮЗ
УЧРЕЖДЕНИЕ ОБРАЗОВАНИЯ
«БЕЛОРУССКИЙ ТОРГОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ
ПОТРЕБИТЕЛЬСКОЙ КООПЕРАЦИИ»**

Кафедра финансов и кредита

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Текст лекций

для реализации содержания образовательных программ высшего образования I ступени и
переподготовки руководящих работников и специалистов

Гомель 2015