УРАЛЬСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

Серия «Современные финансы и банковское дело»

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Учебник

Министерство науки и высшего образования Российской Федерации
Уральский государственный экономический университет

Серия «Современные финансы и банковское дело»

Корпоративные финансы

Рекомендовано
Советом по учебно-методическим вопросам и качеству образования
Уральского государственного экономического университета
в качестве учебника
для обучающихся высших учебных заведений по направлениям подготовки
УГСН 38.00.00 «Экономика и управление»

Под общей редакцией
кандидата экономических наук, доцента
Т. В. Решетниковой

Екатеринбург
2022

УДК 658.14(075.8)
ББК 65.26я73
К68

Редакционная коллегия серии:

д-р экон. наук, проф. *Я. П. Силин* (председатель); д-р экон. наук, доц. *В. Е. Ковалев* (зам. председателя); д-р экон. наук, проф. *Е. Г. Князева*; д-р экон. наук, проф. *М. С. Марамыгин*; д-р экон. наук, проф. *Л. И. Юзвович*; д-р экон. наук, доц. *Н. А. Истомина*; канд. экон. наук, доц. *Н. Ю. Исакова*; канд. экон. наук, доц. *Н. Н. Мокеева*; канд. экон. наук, доц. *Е. Н. Прокофьева*; канд. экон. наук, доц. *В. А. Татьянников*; канд. экон. наук, доц. *Ю. В. Гудошникова* (секретарь)

Рецензенты:

кафедра банковского и инвестиционного менеджмента Уральского федерального университета имени первого Президента России Б. Н. Ельцина (протокол № 6/5 от 23 июня 2022 г.);

В. В. Ковалев, доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры теории кредита и финансового менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета;

А. А. Мецгер, кандидат технических наук, доцент, зав. кафедрой менеджмента и маркетинга Гуманитарного университета, генеральный директор ЗАО «Управляющая компания»

Авторский коллектив:

Т. В. Решетникова (введение, гл. 1, 10, 11, 12, 13, 17); *Н. С. Пионткевич* (гл. 2, 3, 4, 5, 6, 8); *Ю. А. Долгих* (гл. 14, 15); *Е. Г. Шеина* (гл. 7, 9, 16); *А. Е. Заборовская* (гл. 18)

К68 **Корпоративные финансы** : учебник / Т. В. Решетникова, Н. С. Пионткевич, Ю. А. Долгих [и др.] ; под общей редакцией Т. В. Решетниковой ; Министерство науки и высшего образования Российской Федерации, Уральский государственный экономический университет. — Екатеринбург : УрГЭУ, 2022. — 676 с. Серия: Современные финансы и банковское дело.

ISBN 978-5-9656-0331-2

Учебник отражает современные тенденции в изучении вопросов, связанных с функционированием корпоративных финансов и управлением финансами корпораций на развитых и развивающихся рынках капиталов. На основе опыта деятельности российских и зарубежных корпоративных структур обобщаются базовые теории корпоративных финансов, рассматриваются практические аспекты формирования и использования собственного, заемного и акционерного капитала, основного и оборотного капитала, формирования прибыли и направлений ее использования, формирования и реализации дивидендной политики с учетом индивидуальных интересов ключевых стейкхолдеров в целях роста капитализации корпорации. Учебник дает представление о принципах и логике выстраивания стратегической и оперативной финансовой политики, проведения финансовых расчетов средневзвешенной стоимости капитала, оптимизации его структуры. Каждая глава имеет самостоятельную направленность, но изложение материала подчинено логике изучения дисциплины, с тем чтобы сформировать у студентов систему знаний по дисциплине «Корпоративные финансы».

Учебник предназначен для студентов бакалавриата, обучающихся по направлениям подготовки УГСН 38.00.00 «Экономика и управление». Вместе с тем он будет полезен и более широкому кругу читателей — студентам магистратуры, слушателям дополнительного профессионального образования, преподавателям финансовых и экономических дисциплин, интересующимся вопросами корпоративных финансов и корпоративного финансового менеджмента.

УДК 658.14(075.8)
ББК 65.26я73

ISBN 978-5-9656-0331-2

© Авторы, указанные на обороте титульного листа, 2022
© Уральский государственный экономический университет, 2022

Введение

Экономические преобразования и развитие рыночных отношений в современной России существенно изменили содержательную часть теории и практики в области финансов и финансового менеджмента, сформировали новое научное направление, имеющее прикладной характер, — корпоративные финансы. Концептуальные подходы к изучению корпоративных финансов связаны с вопросами формирования и использования стоимости, различными способами финансирования бизнеса, управлением финансами в рамках интегрированных корпоративных структур, оптимизацией структуры капитала, эффективностью процессов реорганизации корпораций.

В основу изучения дисциплины «Корпоративные финансы» положены ключевые базовые концепции, в том числе временной стоимости денег; стоимости и структуры капитала; риска и доходности; ресурсная концепция функционирования корпорации и ряд других. В основе базовых теорий и концепций лежат научные исследования российских и зарубежных ученых. Авторы учебника в каждой главе приводят систематизацию точек зрения и научную дискуссию по рассматриваемым дефинициям. Такой подход будет способствовать лучшему пониманию необходимости использования научных теорий на практике.

В период финансового кризиса, в условиях санкционного давления со стороны ряда стран требования к способности принимать грамотные финансовые решения значительно возросли.

При изложении материала авторы применили многоаспектный подход, рассматривая корпоративные финансы как комплекс взаимоотношений участников совместного бизнеса; как совокупность предоставляемых ими ресурсов необходимых для функционирования корпорации как экономического агента, каждый из которых имеет свою стоимость; как комплекс экономических интересов и конфликтов, связанных с несовпадением точек зрения участников корпоративных финансовых отношений на пути развития корпорации и способы достижения поставленных целей. При этом сохраняется традиционный под-

ход к изучению финансов и финансовой деятельности корпорации как экономического агента, хозяйствующего субъекта.

Предлагаемый учебник многофункциональный. Он охватывает практически все аспекты функционирования корпоративных финансов и финансов корпорации, которые авторский коллектив систематизировал по главам. Представляется целесообразным дать комментарии к каждой главе, чтобы у читателя была возможность проследить логику рассмотрения учебного материала.

В *первой главе* учебника рассмотрена сущность корпоративных финансов как экономической категории, показано их место в системе финансов экономики. Охарактеризованы базовые концепции корпоративных финансов, на основе которых построено изучение теории и практики функционирования корпораций на рынке капиталов, ее взаимодействие с участниками и другими рыночными экономическими агентами; выявлено, на основе каких принципов владельцы корпорации и топ-менеджеры принимают инвестиционные и финансовые решения. Если рассматривать корпорацию как структуру, созданную на основе объединения капиталов, то серьезного внимания требуют проблемы удовлетворения индивидуальных экономических интересов собственников корпорации — акционеров, выяснение того, как интересы собственников соотносятся с интересами корпорации в целом и с интересами остальных групп внутрифирменных и внефирменных участников-стейкхолдеров.

Принципиальная позиция авторов учебника состоит в том, что прежде всего корпоративные финансы рассматриваются как совокупность взаимоотношений участников по поводу формирования и использования долевой собственности. Вместе с тем проявление материально-вещественной сущности корпоративных финансов осуществляется через функционирование корпораций. Корпорацию авторы рассматривают как экономического агента, бизнес-структуру, функционирующую на рынке товаров и услуг, генерирующую денежные потоки, формирующую финансовые ресурсы на основе принципов организации финансов и финансовой деятельности, рассмотрению которых посвящена *вторая глава* учебника.

Практическим проявлением функционирования финансов в корпорации можно считать формирование, использование и финансирование основного и оборотного капиталов (*третья* и *четвертая главы*), формирование экономического результата (прибыли) компании и ее распределение (*пятая* и *шестая главы*).

Эффективность деятельности, обеспечение рентабельности бизнеса в корпоративных структурах напрямую связано с ценообразованием, в том числе с трансфертным. Трансфертному ценообразованию присущи специфические риски, связанные с особенностью выбора и применения трансфертных цен, поэтому необходима разработка механизма минимизации этих рисков с целью снижения их влияния на финансовые результаты деятельности корпорации (*седьмая глава*).

Стратегия развития корпорации, задачи по реализации миссии и целей ее функционирования связаны с разработкой финансовой политики, включающей в качестве составляющих инвестиционную, налоговую, дивидендную, амортизационную и другие типы политик, а также систему стратегических, текущих и оперативных финансовых планов, которые разрабатываются с учетом направлений развития корпорации и экономических интересов ее стейкхолдеров. Важная роль в этом отводится профессиональным наемным управляющим и финансовым менеджерам, задача которых минимизировать степень остроты корпоративных конфликтов в интересах роста капитализации компании и благосостояния ее собственников. Вопросы корпоративного стратегического и оперативного финансового планирования изучаются в *восьмой главе*.

Большое значение в структуре корпоративной финансовой политики имеет социально ответственное финансирование, сущность, принципы реализации, методика и модели которого рассмотрены в *девятой главе*. Авторами учебника проанализированы подходы к оценке эффективности социально ориентированных инвестиционных проектов.

Корпоративные финансы неразрывно связаны с корпоративным управлением. От того, насколько адекватно уровню состояния экономики страны и обеспечению защиты прав и интересов участников корпоративных финансовых отношений построено корпоративное управление в корпоративных структурах, зависят возможность и стоимость привлечения капиталов с финансового рынка. Учет принципов корпоративного управления в страновых моделях, опыта их реализации в зарубежных странах с развитыми рыночными отношениями собственности, а также национального менталитета ведет к более гибким взаимоотношениям корпорации во внутренней и внешней среде, позволяет выбирать наиболее оптимальные пути развития, принимать обоснованные финансовые решения. Рассмотрению этих аспектов взаимосвязи корпоративного управления и корпоративных финансов посвящена *десятая глава*.

В развитие точки зрения о том, что надлежащее корпоративное управление положительным образом отражается на корпоративных финансах и финансах корпорации, в *одиннадцатой главе* дана характеристика основных форм интегрированных корпоративных структур, выявлены преимущества и недостатки их функционирования.

Корпорацию и корпоративные финансовые отношения отличает двойственная природа, обусловленная одновременным присутствием корпорации на товарном и финансовом рынках. На финансовом рынке корпорация выступает в качестве эмитента и инвестора, ее эффективное присутствие в немалой степени зависит от взаимодействия с институтами финансовой индустрии, прямыми и инфраструктурными финансовыми посредниками. Основы эмиссионной и инвестиционной деятельности корпорации, порядок осуществления операций с ценными бумагами как особым товаром корпорации для финансового рынка представлены в *двенадцатой главе*.

Выпуская и размещая ценные бумаги как особый товар для финансового рынка, корпорация должна поддерживать их инвестиционную привлекательность. Важнейшими свойствами ценных бумаг являются надежность, ликвидность, доходность. Дивидендная политика тесно связана с этими понятиями, она способствует поддержанию интереса инвесторов к приобретению ценных бумаг компании-эмитента в свой инвестиционный портфель. В *тринадцатой главе* рассмотрены вопросы взаимоотношений с собственниками компании, прежде всего через формирование и реализацию дивидендной политики. Показана важность теорий дивидендной политики, сформированных мировой научной мыслью, их влияние на сложившуюся типологию дивидендных политик, проанализированы виды, типы, порядок формирования дивидендной политики в корпорациях, обосновано влияние дивидендной политики на благосостояние акционеров.

Рассмотрение корпорации с точки зрения имманентно присущей ей стоимости дано в *четырнадцатой главе*. Раскрыты сущность, классификация, структура ее капитала. Представлены теории стоимости капитала, методы ее расчета. Обоснована необходимость управления капиталом как детерминанты обеспечения устойчивости корпоративной структуры (*пятнадцатая глава*). Показано значение оптимизации структуры капитала в корпорации, охарактеризованы методы и подходы к управлению ее собственным и заемным капиталом.

Деятельность любой корпорации в рыночной экономике связана с разнообразными предпринимательскими рисками, среди которых играют особую роль и имеют значимое влияние на результаты дея-

тельности финансовые риски. В условиях внутренних и внешних вызовов, нестабильной финансовой среды необходима разработка и внедрение в деятельность корпорации системы управления финансовыми рисками, что обосновано в *шестнадцатой главе*.

Мировая экономика, экономика страны, экономические процессы, происходящие в бизнес-структурах, претерпевают постоянные изменения, связанные с принятием сложных финансовых решений, которые, в свою очередь, требуют от управленцев-менеджеров всесторонних знаний в области корпоративных финансов. Необходимость решения проблем в сфере финансовой и инвестиционной деятельности корпораций обусловлена процессами реорганизации и реформирования бизнеса, происходящими на рынке корпоративного контроля. При анализе процессов на рынке слияний и поглощений, выявлении их последствий по отношению к корпорации, к рынку, на котором она функционирует, к экономике в целом также потребуются базовые знания и понимание закономерностей корпоративных финансов. Этот материал представлен в *семнадцатой главе*.

В заключительной *восемнадцатой главе* учебника авторы охарактеризовали современные формы и инструменты международных расчетов, которые применяются корпорациями во внешнеэкономической деятельности. Большинство крупных интегрированных корпоративных структур являются транснациональными, имеют статус экспортеров и импортеров. Международные расчеты между корпорацией и ее зарубежными партнерами являются неотъемлемой частью ее финансовой деятельности[1].

Изучение дисциплины «Корпоративные финансы» основано на знании таких дисциплин, как «Деньги. Кредит. Банки», «Инвестиции», «Рынок ценных бумаг», «Финансы предприятий (организаций)», «Банковское дело». Материал в учебнике излагается последовательно, в доступной форме. В конце каждой главы приведены вопросы для самопроверки, ответив на которые студент сможет оценить степень освоения учебного материала, литература по теме, а также основные термины, которые помогут акцентировать внимание на ключевых вопросах.

---

[1] Материалы, содержащиеся в данной главе, в полном объеме основаны на теоретических и практических положениях главы 6 учебника «Международные валютно-кредитные отношения», подготовленного коллективом авторов кафедры финансов, денежного обращения и кредита и изданного в Уральском государственном экономическом университете в 2021 г.

Предлагаемый учебник может использоваться для самостоятельного изучения дисциплины «Корпоративные финансы». В целях закрепления теоретического материала и приобретения практических навыков для принятия управленческих решений в области корпоративных финансов в учебник включены тесты, задачи, деловые ситуации, задания, кейсы (раздел «*Практические задания*»).

Учебник «Корпоративные финансы» ориентирован прежде всего на студентов бакалавриата. Однако он будет полезен и более широкому кругу читателей — студентам магистратуры, слушателям дополнительного профессионального образования, преподавателям финансовых и экономических дисциплин, интересующимся вопросами корпоративных финансов и корпоративного финансового менеджмента.

Учебник подготовлен авторским коллективом под руководством кандидата экономических наук, доцента Т. В. Решетниковой.

Авторский коллектив выражает благодарность всем коллегам — профессорско-преподавательскому составу кафедры финансов, денежного обращения и кредита Уральского государственного экономического университета, профессиональному сообществу — представителям корпоративного сектора экономики и финансовой индустрии, рецензентам, чьи рекомендации и консультации способствовали структурированию учебного материала, директору издательства Уральского государственного экономического университета А. А. Гребенщиковой за неоценимую помощь в организационных вопросах, сопровождающих написание и подготовку учебника к изданию.

1 Экономическое содержание корпоративных финансов

1.1. Понятие и базовые теории корпоративных финансов

Термин «корпоративные финансы» сравнительно недавно стал появляться в российской экономической литературе и в деловом обороте. Связано это с теми преобразованиями, которые начались в России в 1990-е гг., когда страна начала активный переход на рыночные условия и механизмы функционирования. Именно в этот момент стали четко разграничивать в системе финансов две крупные сферы — публичные финансы и частнохозяйственные финансы. К *публичным* традиционно относят государственные и муниципальные финансы, представляющие собой совокупность экономических отношений по поводу образования и распределения централизованных фондов денежных средств и финансовых ресурсов необходимых для реализации присущих публичным финансам функций. *Частнохозяйственные финансы* — это совокупность денежных отношений, возникающих в процессе движения финансовых ресурсов в частноправовой форме (в области частного бизнеса)[1]. К сфере частнохозяйственных финансов относятся финансы организаций и финансы домохозяйств, созданные в порядке частной инициативы. Материально-вещественным содержанием частнохозяйственных финансов будут децентрализованные финансовые ресурсы (уставный капитал, выручка, внереализационные доходы и др.). Понятие финансов организации, порядок формирования ее основного и оборотного капитала, структура доходов и расходов, методы их определения, формирование прибыли и роль финан-

[1] *Теплова Т. В.* Корпоративные финансы: учеб. для бакалавров. М.: Юрайт, 2013. С. 12.

сового планирования в деятельности компаний будут рассмотрены в соответствующих разделах учебника. В этой главе мы остановимся на рассмотрении сложного и дискуссионного вопроса, связанного с такой дефиницией, как корпоративные финансы.

Т. В. Теплова указывает на особую роль корпоративных финансов в структуре частнохозяйственных финансов, которые выступают как система финансовых отношений, действующая в определенной среде (рыночной) и конкретной организационно-правовой форме (в корпорации — публичной акционерной компании). Автор подчеркивает, что именно в публичной акционерной компании встречаются интересы собственников компании, менеджеров, которые в статусе наемных сотрудников управляют капиталами, ресурсами, денежными потоками, персоналом, а также других заинтересованных лиц[1].

Можно сказать, что поскольку участники объединяют свои финансовые ресурсы для достижения общих интегрированных целей с учетом личной мотивации, то цели корпорации являются *проекцией* их экономических интересов.

Изучение точек зрения на сущность корпоративных финансов и подходов к определению этого термина, встречающихся в экономической литературе, позволило констатировать, что большинство ученых отождествляют понятия «корпоративные финансы» и «финансы корпораций». Приведем небольшую научную дискуссию в отношении рассматриваемого вопроса.

Н. В. Никитина и В. В. Янов считают, что корпоративные финансы — это экономические денежные отношения, связанные с формированием и распределением денежных ресурсов у предприятий-участников, входящих в корпорацию, и их использованием и распределением 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[2]. С нашей точки зрения, в определении отсутствуют такие важные для корпоративных финансов позиции, как объединение денежных ресурсов индивидуальных участников в интегрированную группу для ведения совместного бизнеса и соблюдение их экономических интересов. Кроме того, не отражается тот

---

[1] *Теплова Т. В.* Корпоративные финансы: учеб. для бакалавров. М.: Юрайт, 2013. С. 12.

[2] *Никитина Н. В., Янов В. В.* Корпоративные финансы: учеб. пособие. М.: КноРус, 2014. С. 13.

факт, что корпорация функционирует не только на рынке реальных товаров и услуг, но и на финансовом рынке, тесно связана с ним возможностями привлечения капитала и, что представляется нам принципиальным, возможностью определить свою *ценность* (стоимость в глазах инвестора).

Подобный подход виден и в определении В. Е. Леонтьева, В. В. Бочарова, Н. П. Радковской, которые в учебнике «Корпоративные финансы» так и не дали их понятие, но в контексте рассмотрения сущности корпоративных финансов обозначили их как систему денежных отношений, возникающих в процессе хозяйственной деятельности корпораций и необходимых им для формирования и использования капитала, доходов и денежных фондов[1].

Занимающиеся проблемами корпоративного финансового менеджмента М. А. Лимитовский, Е. Н. Лобанова, В. Б. Минасян, В. П. Паламарчук говорят об особой роли управленческих финансов, связанных с принятием финансовых решений в бизнесе, в компаниях различных организационно-правовых форм, важной составной частью которых являются корпоративные финансы. Но, давая определение этой дефиниции, они употребляют тождественный термин — финансы корпорации. В частности, пишут: составной частью управленческих финансов являются *финансы корпораций* **или** *корпоративные финансы*, которые в общих чертах можно определить как науку, изучающую закономерности, приемы, методы и технологии финансового обоснования стратегических решений в корпорациях[2]. Более правильным было бы рассмотрение корпоративных финансов именно как экономической категории, представляющей собой совокупность особых отношений между ее субъектами.

В этой связи классическим определением корпоративных финансов можно считать данное Р. Брейли и С. Майерсом, согласно которому корпоративные финансы понимаются как система объективных закономерностей и правил, определяющих взаимоотношения между всеми участниками финансовых рынков, в основе которых находится рыночная стоимость акций[3]. Данное определение подтвер-

---

[1] *Леонтьев В. Е., Бочаров В. В., Радковская Н. П.* Корпоративные финансы: учеб. для акад. бакалавриата. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2016. С. 12.

[2] *Корпоративный* финансовый менеджмент: учеб.-практ. пособие / М. А. Лимитовский, Е. Н. Лобанова, В. Б. Минасян, В. П. Паламарчук. М.: Юрайт, 2019. С. 35.

[3] *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов: учеб. пособие / пер. с англ.; под науч. ред. Н. Н. Барышниковой. 2-е изд. М.: Олимп-Бизнес, 2004. С. XXVI.

ждает, что корпоративные финансы — это экономическая категория, т. е. совокупность взаимоотношений между субъектами (участниками). Взаимоотношения между участниками регулируются системой объективных закономерностей и правил, присущих рыночной экономике, но учитывающих страновые модели и менталитет общества. Объектом взаимоотношений будет являться формирование и использование собственности, опосредованное движением рыночной стоимости акций. Становится понятно, что речь идет о частноправовой форме бизнеса, о публичной корпорации, поскольку рыночную стоимость акций имеет та корпорация, чьи акции высоколиквидны и обращаются на организованных торгах. Однако следует заметить, что корпорация может быть создана не только в форме публичной акционерной компании. Компания (фирма, корпорация, интегрированная бизнес-группа) в любой организационно-правовой форме является основной первичной ячейкой странового экономического хозяйства. Необходимые для ее функционирования финансовые ресурсы поступают из различных источников, в первую очередь от собственников, которые при учреждении участвуют в образовании финансового капитала компании посредством покупки акций или долей (паев). Поэтому применительно к российской корпоративной и финансовой практике мы можем представить уточненное определение корпоративных финансов, которое будет лежать в основе данного учебника. *Корпоративные финансы — это взаимоотношения между всеми участниками финансовых рынков, определяемые и регулируемые системой объективных закономерностей и правил относительно долевой стоимости бизнеса, имеющей рыночную оценку*.

В мировой практике корпоративные финансы определяют как «деятельность по финансированию бизнесов». И действительно, компаниям постоянно приходится решать вопросы, связанные с определением стоимости финансовых активов, капитала, оптимизацией его структуры, проведением эффективной дивидендной политики с соблюдением баланса интересов самой компании и ее собственников, реализацией инвестиционных проектов, осуществлением реорганизации компаний, в том числе эффективных сделок слияний и поглощений. Иными словами, принимать сложные финансовые решения. Поэтому уместно привести здесь слова И. В. Никитушкиной, С. Г. Макаровой, С. С. Студникова: *корпоративные финансы можно рассматривать не только как науку, но и как искусство*, поскольку помимо знаний теорий, моделей и их модификаций требуется искусство,

чтобы управлять всеми компонентами, влияющими на финансовое положение корпораций[1].

В процессе хозяйственной деятельности компания постоянно порождает входящие и исходящие денежные потоки от текущей, инвестиционной и финансовой деятельности, вступает в множество многоуровневых горизонтальных и вертикальных взаимосвязей с участниками экономического процесса. В рамках данного подхода система входящих и исходящих потоков платежей, возникающая в ходе становления, функционирования и ликвидации фирмы, является *предметом исследования теории корпоративных финансов*[2].

Корпоративные финансы базируются на фундаментальных теориях (концепциях), краткая систематизация которых приведена в табл. 1.1.

Таблица 1.1

Характеристика базовых теорий (концепций) корпоративных финансов

Теория	Сущностное содержание
Ресурсная теория компании	Любая компания рассматривается как система взаимоотношений ее участников — заинтересованных лиц, которые предоставляют ей определенные ресурсы (денежные, материальные, трудовые, интеллектуальные, информационные, административные и др.). Эти ресурсы имеют стоимость, которая должна быть возмещена компанией. Основные ресурсы предоставляют финансовые стейкхолдеры — инвесторы компании, к которым относятся акционеры и кредиторы. Те и другие имеют разные экономические интересы по отношению к компании, по-разному оценивают риски своих вложений, имеют собственную оценку эффективности работы корпорации. Поэтому при принятии решений надо учитывать интересы и предпочтения конкретных участников и представлять финансовую информацию и ее анализ с ориентацией на конкретного стейкхолдера
Теория рационального поведения рыночных агентов	Рациональность экономических агентов означает, что, во-первых, получив новую информацию, агент правильно ее интерпретирует, составляет собственное представление о продукте, делает выводы о его полезности, а во-вторых, принимает правильное решение, которое не противоречит его внутренним суждениям и ожидаемой полезности продукта

[1] *Никитушкина И. В., Макарова С. Г., Студников С. С.* Корпоративные финансы: учеб. для акад. бакалавриата / под общ. ред. И. В. Никитушкиной. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2015. С. 10.

[2] *Тарасевич Л. С., Гребенников П. И. Леусский А. И.* Теория корпоративных финансов: учебник. М.: Высшее образование, 2008. С. 9.

Продолжение табл. 1.1

Теория	Сущностное содержание
Теория транзакционных издержек	В реальной экономике акты обмена товарами, работами и услугами, в том числе специфичными продуктами и сделками на финансовом рынке, связаны с издержками, которые называются транзакционными. Они обусловлены тем, что у разных участников процесса обмена разные возможности доступа к информации, на основе которой они получают сведения о продукте, его привлекательности и значимости. Издержки по сбору в известной степени ограниченной информации, проведению переговорных процессов, принятию решения о совершении акта обмена или сделки, контроль над ее реализацией, потери, связанные с тем, что информация о продукте была неполной или недостоверной, входят в понятие транзакционных издержек
Теория взаимосвязи возможностей на рынке капитала и потребительского поведения инвесторов (теория Ирвинга Фишера)	Оценка инвестиций частного лица не зависит от его потребительских предпочтений, потребительские решения экономического агента отделены от инвестиционных решений, а выбор компанией инвестиций не зависит от отношения владельцев к ним. Принятие инвестиционных решений связано с альтернативами финансовых вложений на рынке капитала. Собственники компании независимо от своих предпочтений принимают те решения, которые аналогичны выбору наемных топ-менеджеров, следовательно, собственники компании могут делегировать свои полномочия, связанные с выбором инвестиций, наемным менеджерам
Теория инвестиционного (фундаментального) анализа и справедливой стоимости активов, временной стоимости денег, информационной эффективности рынков	Механизм анализа различных активов основан на выявлении по этому активу справедливой обоснованной рыночной стоимости. Справедливая обоснованная рыночная стоимость актива зависит от макроэкономических факторов (изменений на рынке в целом) и от присущих активу специфических характеристик. По каждому активу на рынке складывается цена из соотношения спроса на него и его предложения и истинная цена, которая будет являться расчетной для каждого конкретного игрока. Информационная эффективность рынка означает, что чем более полная и качественная информация о финансовых активах доступна инвестору, тем больше у него возможностей «обыграть» рынок
Теория наращения стоимости и аддитивности *NPV*	Аддитивность — это свойство величин, состоящее в том, что значение величины, соответствующее целому объекту, равно сумме значений величин, соответствующих его частям. Например, в экономике оно присуще денежным средствам, материальным ценностям, рабочему времени, подлежащим количественному учету. Инвестор стремится нарастить вложенные денежные средства и примет то инвестиционное решение, которое максимизирует в сегодняшних деньгах будущие выгоды за вычетом вложенных средств

Продолжение табл. 1.1

Теория	Сущностное содержание
Теория риска и доходности, портфельного подхода к принятию решений	Доминирующий на рынке инвестор является противником риска и за больший риск требует повышенной платы в виде дополнительных выгод. Рынок такие возможности инвестору предоставляет. Инвестор в состоянии ранжировать разные инвестиционные варианты вложений по уровню риска и для каждого уровня сформировать свои требования по доходности. Портфельный подход к принятию инвестиционных решений означает, что рациональный выбор инвестиционного портфеля строится на базе компромиссного соотношения риска и доходности и диверсификации портфеля. Если компания принимает решение по подбору источников финансирования, то она также должна руководствоваться портфельными принципами, комбинируя собственные и заемные источники финансирования для формирования оптимального портфеля обязательств перед инвесторами с целью удешевления капитала
Теория учетной (бухгалтерской) и стоимостной (финансовой) моделей анализа компании	Принципы проведения анализа, технологии расчетов и, как следствие, рекомендации по принятию решений различаются с позиции бухгалтеров и инвесторов. В учетной (бухгалтерской) модели денежные средства рассматриваются как инструмент измерения результатов деятельности компании, а в стоимостной (финансовой) модели — как инвестиционный ресурс, способный наращивать выгоды
Теория иррелевантности стоимости бизнеса к финансовым решениям на совершенном рынке капитала	Только операционные и инвестиционные решения смогут нарастить стоимость бизнеса или компании. Манипуляция источниками финансирования не повлияет на справедливую рыночную стоимость. Эта теория имеет важное значение при обосновании инвестиционных и финансовых решений. Сначала оценивают влияние различных управленческих решений на рыночную стоимость бизнеса в идеальных внешних условиях (на совершенном рынке), а затем накладывают различные несовершенства и анализируют влияние каждого на результат. Только после этого разрабатывают рекомендации по принятию решений в реальных условиях
Теория сигнализирования	Данная теория основана на обладании информацией о финансовых активах компании и ее инвестиционных возможностях. Если речь идет о совершенном рынке, то все экономические субъекты обладают одинаково полной и достоверной информацией. На несовершенном рынке возникает проблема асимметрии информации, которая означает, что один участник рынка (стейкхолдер корпорации) обладает информационным преимуществом по сравнению с другими участниками, не знающими о том, какие процессы происходят в компаниях. Сигнальная модель в корпоративных финансах означает подачу сигналов другим участникам рынка относительно инвестиционной привлекательности компании (например, сообщение менеджеров о высоком дивидендном доходе)

Окончание табл. 1.1

Теория	Сущностное содержание
Теория агентских конфликтов и агентских затрат, или неполных контрактов	Максимизации стоимости компании препятствуют агентские издержки, которые возникают в результате расхождения интересов менеджеров (агентов) и акционеров (собственников) компании. Менеджеры берут на себя функцию управления компанией, а акционеры сохраняют за собой функцию владения ею. Агент-менеджер берет на себя выполнение функций принципала (в данном случае акционера), и между ними складываются агентские отношения. Принципал нанимает агента и заключает с ним контракт на выполнение определенных функций, оказание услуг. Заключенные контракты неполные, в них нет возможности учесть все аспекты, которые могли бы нанести ущерб другой стороне. Например, при принятии инвестиционных решений могут возникнуть конфликты интересов разных групп участников корпорации (прежде всего собственников и менеджеров). С тем чтобы заставить менеджеров действовать в интересах акционеров, предлагается разрабатывать систему контрактов и вознаграждений за труд

Примечание. Сост. по: *Теплова Т. В.* Корпоративные финансы: учеб. для бакалавров. М.: Юрайт, 2013. С. 14–29.

Все названные теории так или иначе связаны с процессами и событиями, происходящими на финансовом рынке, и применяются для их описания и характеристики. Но, как справедливо отмечают В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н. П. Радковская, «механическое копирование и использование зарубежных теорий и, соответственно, моделей управления финансами корпораций в современных российских условиях не только неприемлемо, но и невозможно. Это связано со спецификой отечественного финансового рынка, особенностями налогообложения, бухгалтерского учета и отчетности. Поэтому универсальные финансовые модели и инструменты финансового менеджмента, принятые в международной практике, нуждаются в адаптации к российским условиям»[1].

Вопросы для самопроверки

1. Что понимается под публичными и частнохозяйственными финансами?
2. Почему корпоративные финансы играют особую роль в структуре частнохозяйственных финансов?

[1] *Тарасевич Л. С., Гребенников П. И. Леусский А. И.* Теория корпоративных финансов: учебник. М.: Высшее образование, 2008. С. 23.

3. Есть ли принципиальное отличие между такими экономическими категориями, как финансы корпораций и корпоративные финансы?
4. В чем состоит суть ресурсной теории компании?
5. В чем смысл портфельного подхода к принятию финансовых решений?

1.2. Стейкхолдеры корпорации, их экономические интересы во взаимоотношениях с корпорацией

Стейкхолдеры (stakeholders) корпорации — это заинтересованные лица, прямо или косвенно связанные с деятельностью корпорации в определенном сегменте рынка товаров, работ, услуг, оказывающие влияние на ее функционирование, реализующие свои экономические интересы в данной корпорации и получающие как ее участники определенные выгоды.

Классификация стейкхолдеров обусловлена двумя подходами. С точки зрения первого подхода, если стейкхолдеры имеют непосредственное отношение к деятельности компании, то их объединяют в группу *внутрифирменных* участников. В эту группу включаются собственники (акционеры), члены трудового коллектива (наемный персонал), топ-менеджеры. Другая часть стейкхолдеров находится с внешней по отношению к деятельности компании стороны, вместе с тем оказывает на нее существенное влияние. Их объединяют в группу *внефирменных* участников. К внефирменным участникам-стейкхолдерам относятся: кредиторы, поставщики и покупатели, государственные органы, финансовые институты, дочерние и зависимые компании (рис. 1.1).

Второй подход, встречающийся в экономической литературе, опирается на ресурсную концепцию менеджмента, в соответствии с которой каждый стейкхолдер обладает важным для компании ресурсом (материальным, технологическим, финансовым, организационным, интеллектуальным и др.), которые компания соединяет для достижения общих целей. С этих позиций заинтересованные лица подразделяются на *финансовых стейкхолдеров* (акционеры как владельцы собственного капитала и кредиторы корпорации, предоставляющие ей заемный капитал и финансовые ресурсы) и *нефинансовых стейкхолдеров* (члены трудового коллектива, топ-менеджеры, постав-

щики и покупатели, государственные органы, дочерние и зависимые компании)[1].

Схематично такая классификация представлена на рис. 1.2.

Рис. 1.1. Внутрифирменные и внефирменные участники — стейкхолдеры корпорации

Рис. 1.2. Финансовые и нефинансовые участники — стейкхолдеры корпорации

Надо понимать, что группы стейкхолдеров имеют разную мотивацию в отношениях с корпорацией, разные стимулы и экономиче-

[1] *Теплова Т. В.* Корпоративные финансы: учеб. для бакалавров. М.: Юрайт, 2013. С. 30.

ские интересы, разную степень влияния на принятие решений относительно деятельности компании.

Остановимся на характеристике каждой группы участников корпорации (*субъектов взаимоотношений экономической категории «корпоративные финансы»*), выявим их экономические интересы и цели в корпоративных финансовых отношениях. Будем придерживаться первого подхода, который представляется более традиционным.

Прежде всего рассмотрим группу *внутрифирменных участников*, поскольку без них функционирование корпорации в принципе было бы невозможным. Среди них наше внимание в первую очередь будет уделено акционерам — собственникам корпорации.

Акционеры занимают особое положение в системе корпоративных отношений, которое объясняется присущей им *совокупностью имущественных и неимущественных прав и обязанностей*.

Начнем с того, что именно акционерам корпорация обязана своим существованием. Объединяя капиталы для ведения совместного бизнеса, оплачивая акции, показывающие долю владения акционерным капиталом конкретного инвестора, акционеры дают возможность сформировать первоначальный капитал для деятельности корпорации. Как мы отмечали, интересы владельцев бизнеса проецируются в корпорации, они рассчитывают на рост своего благосостояния как результат объединения капиталов.

Прежде всего, акционеры получают доход на принадлежащие им акции, т. е. реализуют имущественное право на участие в распределении прибыли и получении части чистой прибыли в форме дивидендов. Еще одной формой дохода будет рост курсовой стоимости акций, получить который акционер сможет при продаже принадлежащих ему акций. Следовательно, интерес акционеров состоит в том, чтобы корпорация успешно работала, получала высокую прибыль, росла капитализация корпорации. Отметим, что акционер может быть совладельцем бизнеса не одной корпорации, а нескольких. Тем самым он диверсифицирует свои финансовые вложения и снижает риски. Риски акционеров — самые высокие из всех участников (стейкхолдеров) корпорации, поскольку если финансовые результаты деятельности компании неудовлетворительные, прибыль в отчетном периоде не сформирована, то на получение текущего дохода акционер не может рассчитывать. Кроме того, неприбыльная работа корпорации отрицательно повлияет на формирование рыночной стоимости акций, поэтому при их продаже доход собственника также будет

невысоким или вообще не будет получен. В соответствии с законодательством в случае банкротства акционерного общества компенсацию в виде части ликвидационной стоимости компании, приходящейся на принадлежащие акционеру акции, он получит в последнюю очередь. Однако надо иметь в виду, что ответственность акционера ограничена — он несет риски убытков только в пределах стоимости акций, находящихся в его собственности. Акционеры не отвечают по обязательствам корпорации, поскольку она является самостоятельным хозяйствующим субъектом и функционирует независимо от своих собственников.

В свою очередь, акционеров корпорации можно подразделить на внутренних и внешних; крупных и мелких; резидентов и нерезидентов; это могут быть юридические и физические лица: частные акционеры и само государство (рис. 1.3).

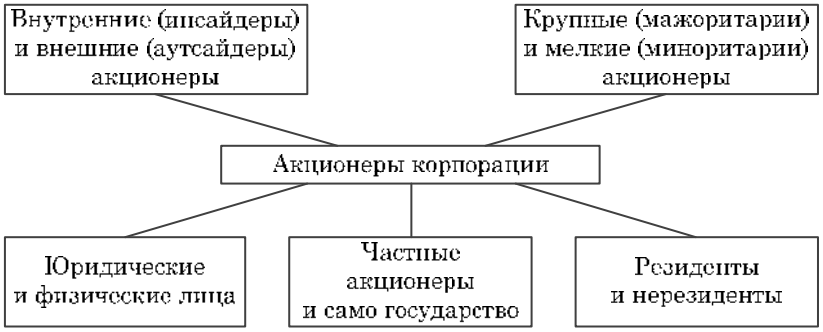

Рис. 1.3. Акционеры корпорации

Акции, которые приобретает акционер, бывают двух видов — обыкновенные и привилегированные. Обыкновенные акции дают акционеру право голоса на общих собраниях акционеров при принятии решений относительно деятельности корпорации. Непосредственно участвовать в оперативном управлении компанией акционеры не могут, но они могут использовать свое право продажи акций, если не согласны с решениями или не одобряют деятельность топ-менеджмента, могут влиять на формирование состава совета директоров и давать оценку деятельности органов управления корпорацией на общих собраниях акционеров. Владелец привилегированной акции будет иметь почти те же права, что и владелец обыкновенной акции, за исключением права голоса на общем собрании акционеров. Отсюда вытекают различия в подходах акционеров-инвесторов к удовлетворению их прав и экономических интересов. Акционер, экономический

интерес которого связан с получением регулярного текущего дохода, предпочтет иметь в своем портфеле привилегированные акции. Реализация права голоса на общем собрании акционеров, т. е. участие в управлении компанией, для него будет не столь актуальна. В расчете на стабильный доход такие акционеры не будут поддерживать высокорискованные инвестиционные проекты, которые могут потребовать мобилизации собственных средств компании на финансирование инвестиционных решений и максимально возможного направления чистой прибыли как источника покрытия расходов на развитие компании. Как правило, такие акционеры относятся к владельцам мелких пакетов акций, их принято называть *миноритарными*. Акционер, рассматривающий корпорацию не только как источник дохода, но и как бизнес-единицу, в которую вложены его денежные средства, будет более заинтересован в повышении эффективности функционирования корпорации, укреплении ее положения на товарном рынке, росте рентабельности бизнеса, реализации перспективных инвестиционных проектов, что будет способствовать увеличению капитализации компании. Эта группа акционеров, как показывает практика, владеет крупными пакетами акций, их называют *мажоритарными* акционерами, а если пакет принадлежащих им голосующих акций превышает 50 %, то контролирующими. Интерес этой группы акционеров имеет долгосрочный, стратегический характер. И получение текущего дивидендного дохода не находится в зоне приоритетных интересов. Поэтому один из видов конфликта интересов, имеющих место в корпорациях, — несовпадение подходов мажоритарных и миноритарных акционеров к распределению прибыли корпорации и решению вопросов о величине дивидендных выплат. Усугубляет указанный конфликт возможность совмещения контролирующих и управленческих функций мажоритарными (контролирующими) акционерами, что позволяет им усиливать свои корпоративные преференции. Если учесть, что на российском рынке корпоративного контроля акционерный капитал сильно концентрирован, то представительство мажоритарных акционеров в совете директоров обеспечивает им возможность получения высокого предпринимательского дохода.

Довольно часто в крупных компаниях в состав акционеров входят менеджеры, владеющие небольшими пакетами акций. Это акционеры — физические лица, миноритарии. Это особая группа акционеров, они рассматривают свой пакет акций как источник дополнительного дохода, рассчитывая, что в долгосрочном периоде стоимость акций возрастет. Конфликт интересов акционеров-инвесторов и акци-

онеров-менеджеров тоже может иметь место в компаниях, особенно в тех случаях, когда менеджеры, используя свою власть и статус, принимают участие в недружественных слияниях и поглощениях.

Приватизационные процессы привели к тому, что в России сформировался такой класс собственников, как акционеры — наемные работники, которые получили акции акционерных обществ, преобразуемых из государственных или муниципальных предприятий, бесплатно. Акционеры — представители трудового коллектива рассматривают владение акциями не с точки зрения финансового подхода, а с точки зрения сохранения и укрепления положения на своем месте работы (например, сохранение уровня оплаты труда, наличие социального пакета, обеспечение условий труда и т. п.). Решения, способствующие удовлетворению интересов такой группы участников корпорации в качестве наемных работников, улучшающие их статус, могут не совпадать с требованиями модернизации производственных процессов, реализации проектов, способных существенно повысить производительность и интенсивность труда, так как это связано с направлением чистой прибыли на финансирование мероприятий по повышению эффективности производства. В этом случае их интересы как представителей трудового коллектива войдут в противоречие с интересами их как акционеров, поскольку дивидендные выплаты будут сокращены, а темпы роста курсовой стоимости акций в связи с этим снизятся.

Особо стоит остановиться на рассмотрении такого типа акционеров, как государство. Государство заинтересовано в стабильном развитии корпорации, так как за счет уплачиваемых ею налогов обеспечивается социально-экономическое развитие территории, пополняется доходная база бюджета; обеспечивается занятость населения и сохранение трудового коллектива компаний. В социально ориентированной или смешанной экономике ряд значимых для территорий проектов реализуется с участием корпоративных структур. Эти интересы приоритетны для *государства как публично-правового образования*, которому общество делегировало важнейшие общественные полномочия и функции, но для государства как акционера интересы могут отличаться. Корпорация вынуждена снижать возможности реализации своих перспективных инвестиционных решений, требующих высоких затрат и несущих высокие риски, но дающих корпорации возможность в средне- и долгосрочной перспективе повысить свою инвестиционную привлекательность. С другой стороны, в социально ориентированной экономике роль государства как акционера весьма

значима: оно обеспечивает защиту от политических рисков и корпоративных захватов, дает возможность получения мер финансовой поддержки бизнеса.

К имущественным правам акционеров относят также преимущественное право приобретения акций при размещении корпорацией новой эмиссии, а также право требования выкупа своих акций.

К неимущественным правам акционеров относят уже упомянутое нами право участия в управлении компанией и право на получение своевременной и достоверной информации о ее деятельности.

Право на управление компанией означает, что акционер участвует в общем собрании акционеров и голосует по вопросам, включенным в повестку дня. Он может быть избран в совет директоров или в ревизионную комиссию акционерного общества, может сформулировать предложения для включения в повестку дня собрания акционеров, у него есть возможность потребовать проведения внеочередного собрания акционеров. Права акционеров регламентированы законодательно. В табл. 1.2 приведены права акционеров в зависимости от величины пакета принадлежащих каждому акционеру голосующих акций. Реализация права на управление связана с удовлетворением имущественных интересов.

Таблица 1.2

Регламентация прав акционеров, владеющих определенным количеством акций, в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах»

Количество акций	Статья ФЗ № 208	Права акционеров
1 акция	Ст. 49, п. 1	Право голоса на общем собрании акционеров
	Ст. 75, п. 1	Право требования выкупа акций при определенных условиях (например, если акционер не принимал участия в голосовании или голосовал против принятия решения о реорганизации компании или о согласии на совершение крупной сделки; если акционер не принимал участия в голосовании или не голосовал при принятии решения о внесении изменений и дополнений в устав, ограничивающих права акционеров)
1 %	Ст. 51, п. 4	Право на ознакомление со списком лиц, которые имеют право участвовать в общем собрании акционеров
	Ст. 71, п. 5	Возможность обращения в суд с иском к члену совета директоров, единоличному исполнительному органу или члену коллегиального исполнительного органа о возмещении убытков, причиненных их действиями

Окончание табл. 1.2

Количество акций	Статья ФЗ № 208	Права акционеров
2 %	Ст. 53, п. 1	Возможность сформулировать два предложения в повестку дня общего собрания акционеров
	Ст. 53, п. 2	Право на выдвижение кандидата в совет директоров и ревизионную комиссию общества
10 %	Ст. 55, п. 1	Право требования созыва внеочередного общего собрания акционеров
	Ст. 85, п. 3	Право требования осуществления проверки финансово-хозяйственной деятельности компании
25 % + 1 акция	Ст. 48	Блокирование решения общего собрания акционеров по вопросам изменения устава, реорганизации и ликвидации общества, заключения крупных сделок
30 %	Ст. 58, п. 3	Кворум для проведения нового общего собрания акционеров, созванного взамен несостоявшегося. Если в компании более 500 тыс. акционеров, то в уставе закрепляется норма о меньшем кворуме
50 % + 1 акция	Ст. 49, п. 2	Проведение общего собрания акционеров, принятие необходимых решений на общем собрании акционеров (за исключением вопросов, связанных с изменением устава общества, его реорганизацией и ликвидацией)
	Ст. 79, п. 2	Право одобрения крупной сделки стоимостью менее 50 % балансовой стоимости активов компании
75 % + 1 акция	Ст. 49, п. 4	Право принятия решения о реорганизации или ликвидации компании
	Ст. 79, п. 3	Право одобрения крупной сделки стоимостью более 50 % балансовой стоимости активов компании
	Ст. 39, п. 3–4	Право принятия решения о размещении акций по закрытой подписке; право на определение количества объявленных акций, их номинальной стоимости
95 %	Ст. 84.1, п. 1	Право выкупа акций лицом, ставшим владельцем такого пакета в результате реорганизации, в течение пяти лет путем направления добровольного предложения о приобретении ценных бумаг публичного акционерного общества
	Ст. 84.2, п. 1	Право выкупа акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, по требованию их владельцев; при этом лицо, ставшее владельцем такого пакета, должно в течение 35 дней направить уведомление о приобретении права требовать выкупа принадлежащих им акций

Получение информации является важнейшим неимущественным правом акционера, так как позволяет ему принимать правильные решения при голосовании на общем собрании акционеров. Кор-

порация в соответствии со ст. 91 Федерального закона от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (далее — ФЗ № 208) «Об акционерных обществах» обязана предоставить акционерам следующую информацию:

– устав, договор о создании общества, документ, подтверждающий его государственную регистрацию;

– решение о выпуске ценных бумаг, отчет об итогах выпуска, проспекты ценных бумаг;

– внутренние документы, регламентирующие деятельность компании и ее исполнительных органов;

– годовая бухгалтерская и финансовая отчетность;

– протоколы общих собраний акционеров и заключения ревизионной комиссии;

– сведения об аффилированных лицах компании;

– сведения о заключении акционерных соглашений.

Поясним, что такое акционерное соглашение. *Акционерное соглашение* — это договор между акционерами о реализации имущественных и неимущественных прав, удостоверенных акциями, и об особенностях осуществления этих прав. Акционерным соглашением может быть предусмотрена обязанность его сторон голосовать определенным образом на общем собрании акционеров, согласовывать вариант голосования с другими акционерами, приобретать акции по заранее определенной цене, осуществлять согласованные действия, связанные с управлением обществом, его реорганизацией и ликвидацией. Акционерные соглашения могут заключаться между акционерами как с общими экономическими интересами (как правило, между миноритариями), так и с разными экономическими интересами и подходами относительно деятельности корпорации (как правило, между мажоритариями) в целях более эффективной реализации прав собственников и снижения рисков корпоративных конфликтов. Акционерное соглашение составляется как письменный документ, подписывается сторонами и является обязательным только для этих сторон. В соответствии со ст. 32.1 ФЗ № 208 акционеры, заключившие акционерное соглашение, должны в течение 15 дней сообщить об этом факте компании.

Кроме имущественных и неимущественных прав, у акционеров есть определенные обязанности. Обязанности у акционеров также бывают *имущественные* (оплата приобретаемых акций, ответственность по обязательствам корпорации в пределах принадлежащих им акций) и *неимущественные* (соблюдение положений устава корпорации, выполнение решений общего собрания акционеров, сохранение и нераспространение конфиденциальной информации).

Краткая характеристика различных типов акционеров и их экономических интересов позволяет сделать вывод, что, несмотря на присущую акционерам каждого типа особую совокупность прав, обусловленную владением различными типами и разными размерами пакетов принадлежащих им акций, различия в отношении к направлениям деятельности компании, поставленным задачам по ее развитию, *цель* у них *общая — рост капитализации компании и повышение ликвидности ее акций*.

Наемные работники (члены трудового коллектива) составляют вторую группу внутрифирменных участников корпорации. Наемные работники предоставляют корпорации свою способность к труду, принадлежащие им навыки и умения, добросовестно выполняют свои профессиональные обязанности. Мотивация этой группы участников корпоративных финансовых отношений связана с получением справедливой и своевременной оплаты труда, обеспечением социального пакета, достойных условий труда, возможностью профессионального роста, получения материального поощрения за количество и качество труда. В нашей стране одной из форм участия трудового коллектива в управлении корпорацией является коллективный договор, в котором и определяются вопросы оплаты труда, механизм ее регулирования, установление показателей премирования, доплат, надбавок; вопросы, связанные с обеспечением техники безопасности, условий и охраны труда, предоставлением отпусков, профессионального обучения, а также ряд обязательств работников, в частности, соблюдение правил внутреннего трудового распорядка, дисциплины на рабочем месте, обеспечение финансовой и информационной безопасности труда (что связано в первую очередь с цифровизацией многих экономических процессов, таких как зарплатные проекты, софинансирование работодателем-корпорацией пенсионного обеспечения сотрудников, добровольное медицинское страхование работников с участием работодателя, т. е. в тех областях, где используются персональные данные сотрудников, требующие электронной защиты), оговаривается отказ работников от участия в забастовках при условии выполнения работодателем условий коллективного договора и многие другие аспекты. Экономические интересы самой корпорации и ее трудового коллектива могут различаться, что приводит к корпоративным конфликтам, но заключение коллективного договора позволяет сгладить эти противоречия.

Топ-менеджеры и менеджеры, как было показано на рис. 1.1, составляют третью группу внутрифирменных участников. Это особая

группа. Особенность обусловлена тем, что в корпорациях разделены функции владения и управления капиталом. Функция управления передается наемному профессиональному управляющему, который наделяется рядом полномочий по оперативному управлению деятельностью корпорации, входящими и исходящими потоками денежных средств, следовательно, приобретает определенную власть. У менеджеров появляется возможность реализовать в корпорации свои собственные интересы. В этом случае могут появиться конфликты интересов между:

– акционерами (собственниками) и менеджерами;

– владельцами финансовых ресурсов и менеджерами;

– другими группами заинтересованных лиц и менеджерами.

Менеджеры заинтересованы максимально увеличить свою власть и социальный статус, обеспечить стабильное положение в компании, при этом будут работать на благо компании, если выгоды от этой работы будут превышать затраченные на ее выполнение издержки. Менеджеры получают за свою работу вознаграждение в виде заработной платы и бонусных программ, которые, как правило, включаются в расходы компании. Для того чтобы получать высокое вознаграждение, менеджеры предпочитают реализацию проектов с краткосрочным горизонтом инвестирования, с тем чтобы показать собственникам бизнеса полученные реальные результаты. Практически по всем позициям интересы менеджеров и собственников не совпадают. В этом случае говорят об «оппортунистическом поведении» менеджеров, следствием которого является возникновение агентских издержек. Понятие агентских издержек, характеристика их типов, форма проявления будут рассмотрены в следующем параграфе данной главы.

К группе *внефирменных участников* относятся:

– кредиторы;

– поставщики и покупатели;

– государственные органы;

– финансовые институты;

– дочерние и зависимые компании.

Важная роль в системе корпоративных финансовых отношений принадлежит **кредиторам**. В первую очередь к ним относятся коммерческие банки и владельцы долговых ценных бумаг, выпущенных и размещенных корпорацией, в том числе облигационеры. У кредиторов *двойственное положение* по отношению к корпорации. Например, банки могут быть не только кредиторами, но и одновременно мажори-

тарными акционерами корпорации, например, в странах с инсайдерской моделью корпоративного управления. Как акционеры они достаточно консервативны, серьезно относятся к рискам, сопровождающим деятельность любой компании, имеют методологические возможности тщательно их анализировать и оценивать; осуществляют финансово-экономический анализ эффективности любого прогнозируемого инвестиционного проекта и источников его финансирования прежде всего с точки зрения стоимости их привлечения с рынков капитала. Их позиция при решении вопросов о деятельности корпорации очень важна. Вместе с тем кредиторы относятся к группе финансовых стейкхолдеров, которые предоставляют корпорации свои финансовые ресурсы исключительно на базовых рыночных принципах: срочности, платности, возвратности, целевого использования выданных кредитов. С этой целью они тщательно анализируют и оценивают кредитоспособность корпорации как клиента-заемщика. *Кредитоспособность* — это комплексная правовая и финансовая характеристика заемщика, представленная финансовыми и нефинансовыми показателями, позволяющая оценить его возможность в будущем полностью и в срок оплатить заем[1].

В табл. 1.3 приведен перечень основной информации, которую необходимо представить в кредитную организацию корпорации-заемщику для определения ее кредитоспособности и которая подлежит тщательному анализу со стороны банка-кредитора.

Таблица 1.3

Основная информация для определения кредитоспособности корпорации-заемщика

Вид информации	Перечень документов
Юридическая информация	– Нотариально заверенные учредительные документы; – свидетельство о государственной регистрации; – свидетельство о постановке на учет в налоговом органе; – карточка образцов подписей и оттиска печати; – документы, подтверждающие полномочия лиц, имеющих право выступать от имени корпорации и подписывать кредитный договор; – выписка из протокола общего собрания акционеров об избрании совета директоров, если сделка требует его согласия;

[1] *Банковское* дело и банковские операции: учебник / М. С. Марамыгин, Е. Г. Шатковская, М. П. Логинов и др. / под ред. М. С. Марамыгина, Е. Г. Шатковской. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2021, С. 190.

Продолжение табл. 1.3

Вид информации	Перечень документов
	– выписка из реестра акционеров (по поручителям и залогодателям для определения сделки, в которой имеется заинтересованность); – копии лицензий; – выписка из ЕГРЮЛ (Единого государственного реестра юридических лиц)
Бухгалтерская и финансовая отчетность	– Годовая бухгалтерская (финансовая) отчетность за три последних завершенных года; – бухгалтерский баланс; – отчет о финансовых результатах; – налоговая отчетность; – данные счета 51 с корреспонденцией по счетам за последние шесть месяцев; – оборотно-сальдовые ведомости по счетам 66, 67 по субконто «кредиторы» за последние три месяца; – оборотно-сальдовые ведомости по счетам 60, 62, 76 по субконто «контрагенты» за последние три месяца; – данные счета 90 за последние шесть месяцев; – копии основных договоров с основными контрагентами; – копии кредитных договоров с другими банками
Данные, позволяющие оценить рынок, на котором функционирует корпорация (по основным видам деятельности)	– Характеристика продукции (работ, услуг) корпорации; – история, динамика, емкость, доля заемщика на товарном рынке; – характеристика основных конкурентов и конкурентных преимуществ корпорации; – характеристика динамики и структуры продаж; – характеристика структуры и взаимосвязей с потребителями продукции корпорации; – характеристика структуры и взаимосвязей с поставщиками корпорации; – операционные риски корпорации; – методы стимулирования продаж, применяемые корпорацией
Данные, позволяющие оценить устойчивость деятельности корпорации	– Планы по модернизации, реконструкции, обновлению основных средств корпорации; – источники финансирования планов по развитию
Информация об управленческой структуре корпорации	– Характеристика системы управления: численность руководящего аппарата, коллегиальная или единоличная форма управления, совмещение должностных обязанностей; – участие собственников в оперативном управлении корпорацией; – профессионализм топ-менеджеров, опыт и стаж работы на руководящей должности;

Окончание табл. 1.3

Вид информации	Перечень документов
	– наличие дочерних компаний, филиалов, виды их деятельности, характер взаимосвязей с материнской компанией; – управление активами-пассивами компании, состояние бизнес-планирования; – характеристика учета по направлениям деятельности, учет дебиторской и кредиторской задолженности

Примечание. Сост. по: *Банковское* дело и банковские операции: учебник / М. С. Марамыгин, Е. Г. Шатковская, М. П. Логинов и др. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2021, С. 190–200.

Доходом банка на вложенный капитал будет сумма полученных процентов за пользование кредитом, который выдан корпорации. Корпорация будет выплачивать эти проценты не из чистой прибыли, а из выручки от реализации продукции. Поэтому для банков значимым показателем эффективности функционирования компании является размер выручки от продаж, который более наглядно символизирует устойчивый характер деятельности корпорации в конкретном сегменте товарного рынка, чем показатель прибыли.

Рост прибыли и рентабельности говорит о том, что гипотетически могут вырасти риски операционной деятельности компании, что в дальнейшем может привести к ситуации, когда компания будет не в состоянии исполнить свои кредитные обязательства. В этом случае экономические интересы кредиторов как финансовых стейкхолдеров, предоставляющих в долг свои денежные ресурсы, будут вступать в противоречие с экономическими интересами кредиторов как акционеров. Последние, напротив, заинтересованы в реализации инвестиционных проектов и программ развития с высокой нормой прибыли и рентабельности, что дает возможность рассчитывать на более значительные дивиденды в будущем.

С целью защиты своих прав кредиторы включают в кредитные соглашения ограничительные требования, так называемые *ковенанты*. Они представляют собой перечень обязательств, которые компания должна будет соблюдать при выпуске и размещении облигационного займа или при получении банковского кредита. Примеры ковенантов представлены на рис. 1.4.

Ковенанты снижают риски кредиторов, и они могут пойти навстречу компании и снизить процентную ставку. Однако в этом слу-

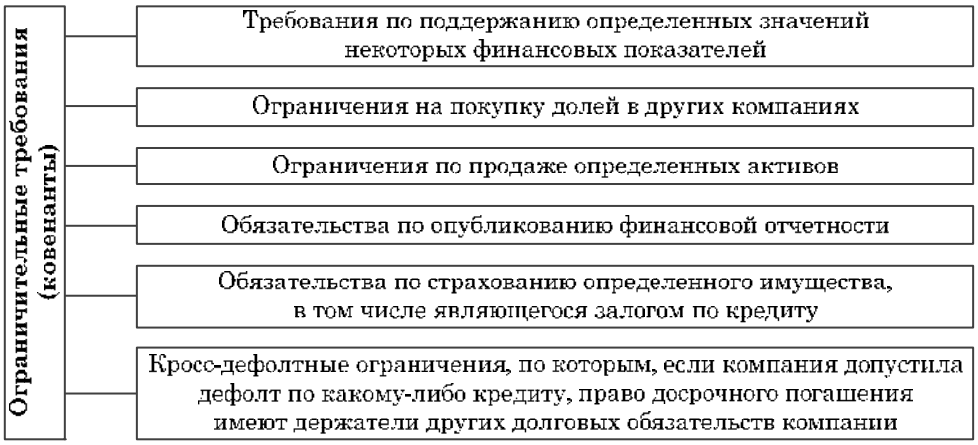

Рис. 1.4. Ограничительные требования (ковенанты)[1]

чае перед кредиторами стоит задача контролировать соблюдение корпорациями ограничительных требований.

Поставщики и покупатели — это партнеры корпорации, с которыми у нее возникают отношения делового сотрудничества по поводу поставок сырья, материалов, оказания транспортных и рекламных услуг, реализации собственной продукции и т. д. Если сотрудничество постоянное, то поставщики и покупатели становятся нефинансовыми инвесторами, т. е. их денежные ресурсы могут находиться в пользовании корпорации без прямых инвестиций, а через отсрочку платежей, предоплату, использование различных схем расчетов (бартерных, вексельных, взаимозачетов), что наглядно иллюстрируется состоянием дебиторской и кредиторской задолженности. Экономический интерес во взаимоотношениях корпорации и поставщиков / покупателей состоит в стабильности партнерских отношений и присутствии каждого на определенной доле товарного рынка. Этот интерес становится более значимым, если корпорации связаны между собой производственными процессами[2].

Третьим участником внефирменных корпоративных отношений являются **государственные органы**. Государство, как было рассмотрено выше, может выступать как в качестве акционера в корпорациях

---

[1] Сост. по: *Никитушкина И. В., Макарова С. Г., Студников С. С.* Корпоративные финансы: учеб. для акад. бакалавриата / под общ. ред. И. В. Никитушкиной. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2015. С. 42.

[2] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2017. С. 13.

с государственным участием, т. е. быть в статусе внутрифирменного участника, так и в качестве публично-правового образования, которому социум делегировал полномочия по удовлетворению ряда общественных потребностей, — быть в статусе внефирменного участника. В частности, по обеспечению обороноспособности страны, правопорядка, финансированию научно-технических разработок, финансовому обеспечению высокозатратных отраслей народного хозяйства (строительства автомобильных и железных дорог, транспортной и жилищной инфраструктуры, отраслей биотехнологии и т. п.), производству работ и услуг, которые обществу необходимы, но которые экономические агенты не в состоянии производить в силу их низкой рентабельности. Перед государством не стоит проблема увеличения предпринимательского дохода, оно в состоянии и готово выпускать продукцию, выполнять работы и оказывать услуги, не обеспечивающие положительную рентабельность. Являясь контролирующим акционером крупных национальных корпораций, государство влияет на сам факт функционирования корпорации, ее присутствия в определенном сегменте рынка, выпуска социально значимых товаров, что может привести к конфликту интересов государства — собственника компании и государства — регулятора экономики. Нельзя также не сказать о том, что меры финансовой поддержки тем компаниям, в составе акционеров которых фигурирует государство, не способствуют сохранению конкурентного рынка, так как ставят в заведомо неравные экономические условия хозяйствования бизнес-структуры. Но в целом государственные органы и органы муниципальной власти (в данном случае мы говорим о них именно как о публично-правовых образованиях) и в национальном масштабе, и на территориях прямо заинтересованы в успешной работе корпораций, так как это связано с укреплением налоговой базы, социально-экономическим развитием территорий, возможностью участия государства в наиболее важных и перспективных отраслях народного хозяйства через владение пакетами акций, реализацию значимых для государства, общества, населения и территорий проектов на условиях государственно-частного партнерства и т. п. Государство инициировало установление и расширение партнерских отношений с бизнесом в рамках государственно-частного партнерства, позволяющего распределить полномочия между государством и корпорациями в тех областях экономики, которые не могут быть приватизированы, преобразованы из государственной или муниципальной собственности в акционерные компании, но тем не менее

нуждаются в привлечении значительного объема финансовых ресурсов. Экономические интересы государства и муниципальных органов власти по отношению к бизнес-структурам в данном случае состоят в том, чтобы корпорации соблюдали установленное налоговое, бюджетное, инвестиционное, трудовое, экологическое и другое законодательство, своевременно и в полном объеме рассчитывались с бюджетом по тем платежам, по которым они являются налогоплательщиками, осуществляли эффективное управление государственной собственностью. В свою очередь, компании заинтересованы в стабильно действующих нормативно-законодательных актах, грамотном их применении со стороны государственных органов, установлении адекватных состоянию экономики сроков проведения контрольно-надзорных мероприятий, получении предусмотренных мер финансовой поддержки.

Финансовые институты играют важную роль в деятельности любой корпорации. У корпорации с ними возникает система отношений, связанная с обслуживанием финансовой стороны ее деятельности в процессе осуществления социального и пенсионного обеспечения сотрудников; страхования производства, имущества, ответственности, жизни сотрудников; размещения временно свободных денежных ресурсов на финансовом рынке, предоставления возможности выхода корпорации на фондовый рынок и поддержания эффективного присутствия на нем. Финансовый интерес взаимный. Корпорация заинтересована в эффективном размещении ресурсов и извлечении дохода от финансовых операций. А финансовые институты — в получении вознаграждения от обслуживания эмиссионных и инвестиционных операций корпорации с ценными бумагами. Рассмотрению деятельности корпорации как эмитента и инвестора и ее взаимоотношениям с финансовыми институтами посвящена гл. 12.

Многие крупные корпорации являются головными компаниями для **дочерних и зависимых компаний**, которые также относятся к группе внефирменных (нефинансовых) стейкхолдеров. *Дочерней* признается компания, если головная (материнская) компания имеет возможность определять принимаемые ею решения в силу преобладающего участия в уставном капитале дочерней структуры (50–100 %) либо в соответствии с заключенными договорами. Дочерняя компания не отвечает по долгам материнской компании, а материнская компания несет ответственность за сделки, совершенные по ее указаниям, а также в случае банкротства дочерней компании. Если голов-

ное общество имеет более 20 % голосующих акций общества или более 20 % уставного капитала общества с ограниченной ответственностью, то такое общество признается зависимым. Головная компания должна опубликовать факт приобретения такой доли, она становится аффилированным лицом зависимой компании. Интерес у головной компании в корпорации — снижение финансовой самостоятельности дочерних и зависимых структур, увеличение степени концентрации финансовых потоков внутри группы.

Отметим, что область корпоративных отношений шире, чем финансовых, так как в их сферу функционирования входят такие *заинтересованные лица, которые непосредственно не являются участниками корпораций*. Прежде всего, это *население* той территории, где корпорация осуществляет свою деятельность, а также *общество (социум)* в целом.

Мы рассмотрели различные группы субъектов корпоративных финансовых отношений. Субъекты вступают в экономические отношения по поводу объекта этих взаимоотношений.

Объектом корпоративных финансовых отношений являются финансовые ресурсы, опосредующие формирование и движение долевой собственности, выполнение обязательств корпорации по реализации ее социальных, экономических и финансовых целей.

Содержание корпоративных финансовых отношений проявляется в формировании и использовании финансовых ресурсов. Формирование финансовых ресурсов осуществляется в процессе финансирования корпорации, а использование — в процессе ее инвестирования. Выбор источников финансирования и направлений инвестировании ресурсов зависит от миссии корпорации, целей и этапов ее деятельности, от положения на товарном и финансовом рынках.

Надо помнить, что корпорация одновременно присутствует на обоих рынках. С одной стороны, корпорация — это производитель конкретных товаров, работ и услуг, занимающая определенную нишу на товарном рынке. Чем выше качество товаров и услуг, их конкурентоспособность, тем больше доходов получит корпорация от их реализации, тем выше будет стоимость ее активов. С другой стороны, корпорация производит собственный товар для финансового рынка, выпуская эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги, размещая их на рынке и постоянно присутствуя на нем для поддержания инвестиционных качеств ценных бумаг и для повышения своей капитализации. *Двойственная природа корпорации приводит к двойственному содержанию корпоративных финансовых отношений.*

Положение корпорации на финансовом и товарном рынках взаимосвязано и взаимозависимо, что выражается в следующем:

1) чем прочнее позиция корпорации на товарном рынке, тем более обеспечены ее ценные бумаги, тем более привлекательны они для инвестора;

2) если ценные бумаги корпорации привлекательны для инвестора и он готов приобретать их в свой фондовый портфель, то у компании появляется больше возможностей разместить новые эмиссии ценных бумаг, мобилизовать финансовые ресурсы для реализации программ развития и инвестиционных проектов и тем самым усилить позиции на товарном рынке[1].

Вопросы для самопроверки

1. Дайте понятие корпоративных финансов как экономической категории и поясните, почему сфера корпоративных отношений шире, чем финансовых.
2. Назовите внутрифирменных и внефирменных, финансовых и нефинансовых стейкхолдеров корпорации.
3. Почему акционеры занимают особое положение в корпорации?
4. Почему различаются интересы кредиторов как акционеров и как финансовых стейкхолдеров?
5. Чем объясняется двойственный характер корпоративных финансовых отношений?

1.3. Агентские издержки и конфликты в корпоративных финансах

Важнейший признак корпоративных финансов — долевая собственность участников (стейкхолдеров) корпорации, а цель существования корпорации — повышение ее капитализации и благосостояния собственников. Собственники не во всех случаях могут уделять внимание текущей деятельности корпорации и должным образом управлять ее активами. В этом случае закономерным становится передача управления профессиональным управляющим — наемным менеджерам. Высшим органом управления корпорацией формально является общее собрание акционеров, но часть полномочий по практическому осуществлению текущей деятельности передается профессиональным

[1] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2017. С. 15.

менеджерам. Менеджмент представлен в корпорации в виде либо единоличного исполнительного органа (генеральный директор, директор), либо коллегиального (правление корпорации, дирекция). Теория передачи полномочий и принятия риска получила название *агентской теории* или *теории агентства*. Участниками корпорации являются различные группы заинтересованных лиц, каждая из которых имеет по отношению к корпорации собственные экономические интересы. Поэтому одна из целей функционирования корпорации заключается в соблюдении баланса экономических интересов, гармонизации конфликтующих целей и интересов внутрифирменных и внефирменных заинтересованных лиц. Агентская теория строится на отношениях принципал — агент. При этом в качестве принципалов рассматриваются владельцы компании, а в качестве агентов выступают наемные менеджеры, которые действуют от имени владельцев, в их интересах и являются посредниками между собственниками бизнеса и членами трудового коллектива корпорации. В параграфе 1.2 учебника подробно охарактеризованы группы заинтересованных лиц корпорации, выявлены их экономические интересы в отношении корпорации и показаны возможные случаи возникновения конфликта экономических интересов. Можно сказать, что наиболее острой проблемой в деятельности корпорации с точки зрения соблюдения баланса интересов являются отношения принципала и агента. Теоретически агенты должны действовать в интересах собственников и обеспечивать максимизацию их богатства, однако на практике менеджеры в большей степени заняты удовлетворением собственных интересов и ростом собственного благосостояния (увеличением материального вознаграждения, обеспечением статусности и влиятельности, комфортных условий работы, осуществлением представительских расходов за счет компании, оплатой членства в элитных клубах и политических партиях и т. п.). С целью сохранения стабильного положения в компании топ-менеджмент может ограничиться тем, что будет удовлетворять минимальные условия и интересы акционеров, не стремясь к максимальному росту благосостояния собственников. Соответственно, акционеры, не получая должную отдачу на вложенный капитал, несут *агентские издержки*. Еще одно понятие, которое выражает суть агентских издержек, связано с тем, что акционеры, передавая значительную часть полномочий по управлению ресурсами компании менеджерам, вынуждены нести дополнительные затраты по контролю их деятельности и по осуществлению мониторинга финансовых, инвестиционных и иных решений менеджеров.

В экономической литературе подробно исследованы причины появления агентских издержек, дана их типология, рассмотрены методы оценки издержек и их влияния на компанию, предложены мероприятия по снижению последствий деятельности менеджеров. Эти вопросы являются предметом изучения такой дисциплины, как корпоративное управление. В данном учебнике коротко остановимся на классификации и происхождении агентских издержек, формах их проявления.

М. А. Лимитовский, Е. Н. Лобанова, В. Б. Минасян, В. П. Паламарчук разделяют агентские издержки на *прямые* и *вмененные*, а по источникам происхождения подразделяют их на четыре группы (рис. 1.5).

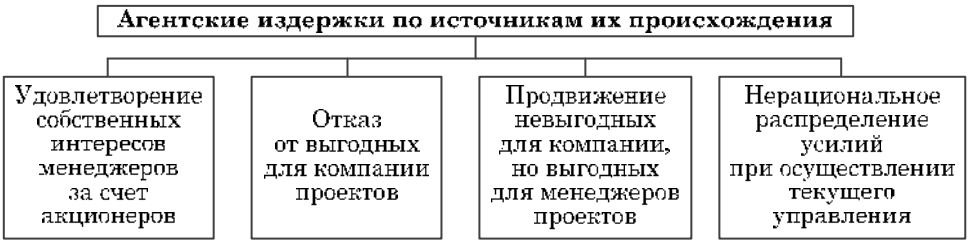

Рис. 1.5. Классификация агентских издержек по источникам их происхождения[1]

Чаще всего в литературе встречается классификация агентских издержек как *прямых* и *косвенных*. Например, И. В. Никитушкина, С. Г. Макарова, С. С. Студников к прямым агентским издержкам относят затраты по организации структуры управления и контроля; контрактные затраты, связанные с подписанием трудовых договоров, оплатой труда, содержанием юридических служб; неэффективное использование активов и источников финансирования.

Появление косвенных агентских издержек, с их точки зрения, провоцируют такие факторы, как ошибочные действия или недостаточные прилагаемые усилия по принимаемым инвестиционным проектам (недоинвестирование, сверхинвестирование, выбор горизонта инвестирования); по привлечению заемных средств; по распределению прибыли[2].

---

[1] Сост. по: *Корпоративный* финансовый менеджмент: учеб.-практ. пособие / М. А. Лимитовский, Е. Н. Лобанова, В. Б. Минасян, В. П. Паламарчук. М.: Юрайт, 2019. С. 37–38.

[2] *Никитушкина И. В., Макарова С. Г., Студников С. С.* Корпоративные финансы: учеб. для акад. бакалавриата. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2015. С. 44.

Недоинвестирование корпорации будет иметь место в том случае, когда менеджеры не желают брать на себя ответственность за сверхрискованные проекты. Причем здесь есть два возможных варианта: если завершенный проект не принесет ожидаемой эффективности и доходности, то ответственность за принятое неэффективное инвестиционное решение будут нести менеджеры, которые в этом случае могут недополучить вознаграждение; если же инвестиционный проект окажется удачным, то большая часть полученной от него выгоды достанется акционерам через дивидендные выплаты и рост стоимости компании. Недоинвестирование в большей степени характерно для компаний, находящихся в фазе роста, поскольку первоначально сформированного капитала и прибыли от реализованной продукции не хватает для осуществления затрат по развитию бизнеса. Такие компании вынуждены привлекать денежные средства на финансирование инвестиционных проектов с финансового рынка.

Сверхинвестирование корпорации будет иметь место в зрелых компаниях. Эти компании генерируют свободный денежный поток в значительных объемах, а их менеджеры стремятся либо выплатить денежные средства акционерам в форме дивидендов, либо вложить их в неприбыльные проекты или открытие новых непрофильных направлений деятельности компании. Предпочтение будет отдаваться тем проектам, которые будут реализованы в тот период, пока менеджер занимает соответствующую должность в данной компании[1].

Деление агентских издержек на прямые и косвенные можно увидеть в публикациях И. Н. Ткаченко. К прямым она относит издержки мониторинга (контроля) и издержки самоограничения (рис. 1.6).

Типология косвенных агентских издержек приведена в табл. 1.4.

Следует сказать, что агентские конфликты и агентские издержки оказывают негативное влияние на эффективность деятельности корпорации, поскольку ведут к дополнительным затратам по смягчению агентской проблемы. Рост затрат отрицательно влияет на финансовые показатели и результаты деятельности корпорации, что, в свою очередь, снижает уровень остаточного дохода для акционеров.

---

[1] *Никитушкина И. В., Макарова С. Г., Студников С. С.* Корпоративные финансы: учеб. для акад. бакалавриата. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2015. С. 45.

Прямые агентские издержки

Издержки мониторинга (контроля):

- расходы на написание контрактов, контроль за их исполнением;
- расходы на проведение собрания акционеров;
- затраты на содержание совета директоров;
- затраты на ведение реестра акционеров

Издержки самоограничения:

- затраты на внутренний аудит корпорации;
- затраты на страхование рисков

Рис. 1.6. Типология прямых агентских издержек[1]

Таблица 1.4

Типология косвенных издержек

Тип издержек	Форма проявления
Привилегии менеджмента	Использование средств корпорации в личных целях, высокие представительские затраты, чрезмерное потребление (роскошные офисные помещения, корпоративные самолеты и автотранспорт бизнес-класса и др.)
Сопротивление расширению капитальной базы	Противодействие привлечению нового капитала из-за опасения потери влияния
Сопротивление смене руководства	Противодействие найму нового квалифицированного персонала из-за опасения потерять рабочее место
Сопротивление дружественному слиянию или ликвидации	Противодействие выгодному дружественному слиянию или ликвидации корпорации из-за опасения потерять рабочее место
Борьба за статус и власть	Борьба за контроль над компанией, отвлекающая от основных задач управления и препятствующая эффективному функционированию корпорации
Трансфертные цены	Использование служебного положения при установлении заниженных цен на отпускаемую продукцию (или завышенных цен на приобретаемую продукцию) и выборе контрагента, которым является компания, принадлежащая топ-менеджменту
Инвестирование в неприбыльные проекты	Осуществление инвестиций в заведомо невыгодные проекты вместо дивидендных выплат акционерам с целью извлечения выгоды от работы с денежными потоками
Издержки общества	Потери, которые несет экономическое сообщество из-за краха крупных корпораций в результате обострения конфликта интересов

[1] Сост. по: *Ткаченко И. Н.* Корпоративное управление: учеб. пособие. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2018. С. 73.

Окончание табл. 1.4

Тип издержек	Форма проявления
Неоправданный рост корпорации	Расширение корпорации в ущерб интересам собственников посредством сделок слияний и поглощений и реализации новых направлений деятельности на товарном рынке, не достигающее нужного синергетического эффекта, но повышающее статус и увеличивающее значимость и размеры вознаграждения топ-менеджмента

Примечание. Сост. по: *Ткаченко И. Н.* Корпоративное управление: учеб. пособие. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2018.С. 74–75.

На практике выработаны механизмы смягчения агентского конфликта и снижения агентских издержек, которые можно свести к следующему:

– разработка компенсационных контрактов (например, возможность получения менеджером опциона эмитента, дающего ему право приобрести определенное количество акций корпорации по цене, надписанной в опционе; вознаграждение менеджеру по итогам работы за год не в форме выплаты денежных средств, а в форме акций, предполагается, что в этом случае произойдет сближение интересов собственников компании и топ-менеджеров, так как они будут одновременно иметь статус совладельцев бизнеса);

– концентрация собственности в руках крупных мажоритарных акционеров, которые получают возможность осуществлять согласованный контроль над действиями менеджеров в силу общей заинтересованности в развитии компании и повышении своего благосостояния;

– усиление контрольных функций совета директоров, введение ограничений на действия менеджеров при принятии ими решений относительно активов корпорации;

– формирование оптимального по численности совета директоров с включением в его состав независимых директоров.

Независимым директором признается профессионал с безупречной репутацией, который представляет интересы акционеров и при этом не связан с группами заинтересованных лиц корпорации. К независимому директору предъявляется ряд требований: он не должен являться сотрудником компании в течение последних трех лет, аффилированным лицом самой компании или должностного лица компании, не должен быть стороной, связанной обязательствами с компанией, не может являться крупным контрагентом компании (крупный контрагент — такой, который в течение года совершил

сделки с компанией объемом 10 % и более от балансовой стоимости активов компании) и др. Статус независимого директора может сохраняться за таким лицом в течение 7 лет. Кодексом корпоративного управления рекомендовано включать в состав совета директоров не менее трех независимых директоров, а их доля в составе совета должна быть не менее 25 %;

– усиление влияния кредиторов, в первую очередь банков, к которым корпорации-заемщики вынуждены многократно обращаться через короткие периоды времени за новым краткосрочным финансированием. Права крупных кредиторов разнообразны, им доступна актуальная информация о деятельности корпорации, что позволяет им вмешиваться в принимаемые топ-менеджментом решения;

– наличие государственного контроля в отношении соблюдения законодательства в сфере корпоративного управления, защиты прав и законных интересов инвесторов.

Применение перечисленных механизмов в корпорациях, их доработка и актуализация способствуют снижению остроты агентских конфликтов.

Вопросы для самопроверки

1. Назовите причины появления агентских конфликтов.
2. Что понимается под агентскими издержками?
3. Охарактеризуйте типы издержек.
4. Что такое «недоинвестирование» и «сверхинвестирование»? Для каких корпораций они характерны?
5. Какие механизмы смягчения агентских издержек выработаны корпоративной практикой?

1.4. Экономическая природа корпорации, ее сущность, признаки, отличительные особенности

Частое использование термина «корпорация» приводит к необходимости рассмотрения сущностного содержания этого понятия. В экономической литературе до сих пор продолжается дискуссия по этому поводу. Мнения ученых существенно различаются.

М. А. Лимитовский, Е. Н. Лобанова, В. Б. Минасян, В. П. Паламарчук, следуя сложившимся в американской экономике подходам,

говорят о корпорации как форме организации бизнеса, которая обладает определенными чертами:

– представляет собой юридическое лицо;

– собственниками этого юридического лица являются долевые инвесторы — акционеры;

– акционеры обладают ограниченной ответственностью, т. е. не отвечают по долгам корпорации своим имуществом;

– функции текущего управления деятельностью корпорации делегируются наемным менеджерам;

– титулом собственности инвесторов является акция, которая обладает свойством трансферабельности, т. е. возможностью быть проданной одним лицом другому[1].

Подобную точку зрения мы видим у таких авторов, как Н. В. Никитина и В. В. Янов. В данном ими определении корпорация рассматривается как самостоятельный хозяйствующий субъект, обладающий правами юридического лица, производящий продукцию, товары, оказывающий услуги, выполняющий работы, занимающийся различными видами экономической деятельности, целью которой является обеспечение общественных потребностей, извлечение прибыли и приращение собственного капитала[2].

Можно согласиться почти со всеми признаками отнесения бизнес-структур к корпорациям, но вызывает сомнение утверждение о том, что корпорация — это обязательно юридическое лицо. Практика ведения бизнеса во многих странах свидетельствует о том, что в современной экономике многие корпоративные структуры создаются на договорной основе, объединяя свои ресурсы и возможности для реализации общей цели (например, консорциумы, картели, стратегические альянсы и др.).

В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н. П. Радковская подчеркивают, что создание корпоративных структур, обеспечивающих устойчивость экономического развития и конкуренцию, отвечает интересам как государства, так и частного бизнеса. Они полагают, что корпоративные структуры — это институциональные образования, позволяющие строить партнерские отношения между корпорациями и государ-

---

[1] *Корпоративный* финансовый менеджмент: учеб.-практ. пособие / М. А. Лимитовский, Е. Н. Лобанова, В. Б. Минасян, В. П. Паламарчук. М.: Юрайт, 2019. С. 35–36.

[2] *Никитина Н. В., Янов В. В.* Корпоративные финансы: учеб. пособие. М.: КноРус, 2014. С. 15.

ством, регионами, малым, средним и крупным бизнесом с использованием финансовых методов мобилизации капитала[1].

Действительно, появление корпораций стало результатом реформирования российских предприятий. Концентрация капитала в крупных корпоративных структурах создает благоприятные условия для эффективного управления их финансовыми ресурсами, использования современных методов привлечения капитала с финансовых рынков, обеспечивает защиту прав и законных интересов инвесторов-собственников, разграничение ответственности участников корпорации и топ-менеджеров.

Продолжая мысль о том, что корпорация — это форма организации бизнеса в условиях индустриального развития стран и формирования рыночных отношений как на товарных, так и на финансовых национальных рынках, Т. В. Теплова наделяет корпорацию определенными специфичными признаками, в числе которых:

– коммерческая направленность деятельности организации, нацеленная на максимизацию прибыли или иных денежных выгод в краткосрочном периоде и на рост рыночной оценки капитала при долгосрочном рассмотрении;

– распыленность структуры собственности;

– разделение функций управления и владения (топ-менеджмент корпорации представлен наемными работниками, как правило, не являющимися владельцами собственного капитала);

– функционирование в рыночной среде, а значит, участие в конкурентной борьбе как на товарном рынке, так и на рынках труда и капитала;

– использование разнообразных инструментов привлечения капитала и расчетов с собственниками и кредиторами;

– логично выстроенная финансовая и организационная структура компании и открытость финансовой отчетности и иной информации, позволяющей сделать вывод о конкурентной позиции на рынке для внешнего пользователя;

– наличие рыночных котировок акций, что дает возможность отследить реакцию инвесторов на принимаемые наемным менеджментом решения[2].

---

[1] *Леонтьев В. Е., Бочаров В. В., Радковская Н. П.* Корпоративные финансы: учеб. для акад. бакалавриата. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2016. С. 8.

[2] *Теплова Т. В.* Корпоративные финансы: учеб. для бакалавров. М.: Юрайт, 2013. С. 7–8.

Перечисленные признаки действительно позволяют понять, какой хозяйствующий субъект можно считать корпорацией. Однако считаем возможным сделать некоторые уточнения. Структура собственности в корпорациях может быть как распыленной в странах с аутсайдерской моделью корпоративного управления, так и концентрированной в странах с инсайдерской моделью корпоративного управления, в частности в России. Практика организации бизнеса свидетельствует, что корпорации создаются и функционируют не только в форме акционерных обществ, но и в форме обществ с ограниченной ответственностью. И здесь основной характерной общей чертой будет *образование капитала долевым участием группы юридических или физических лиц.* Значит, можно говорить о том, что не всегда характерным признаком корпорации будет обращение ее акций на организованном финансовом рынке. Более того, российская действительность подтверждает тезис о том, что акции очень немногих из общего числа зарегистрированных акционерных обществ обращаются на бирже, включены в котировальный лист как результат прохождения компанией-эмитентом процедуры листинга.

Нам представляется, что достаточно емким определением корпорации как экономической категории (с выделением субъектов, вступающих в экономические отношения по поводу объекта с определенной целью) можно считать данное уральскими учеными-экономистами В. Ж. Дубровским, О. А. Романовой, А. И. Татаркиным, И. Н. Ткаченко: корпорация — это объединение юридических лиц (хозяйствующих субъектов) в организацию, представляющую собой структурированную группу членов-участников, вступающих в согласованные и скоординированные организационно-экономические и управленческие отношения по поводу формирования и использования акционерной собственности для достижения желаемого результата как синергетического эффекта интеграционного взаимодействия[1].

Тем не менее считаем необходимым уточнить следующее. Участниками-стейкхолдерами корпорации, как мы выяснили в параграфе 1.2, могут быть не только юридические, но и физические лица, например, те, которые приобрели акции в качестве своих финансовых вложений. Долевая собственность в нашей стране представлена не только акционерной собственностью, но и паевой в обществах с огра-

---

[1] *Динамика* корпоративного развития / В. Ж. Дубровский, О. А. Романова, А. И. Татаркин и др. М.: Наука, 2004. С. 35.

ниченной ответственностью. Поэтому уточненное определение корпорации может иметь следующий вид: *корпорация — это объединение юридических и физических лиц в организацию, представляющую структурированную группу членов-участников, вступающих в согласованные и скоординированные организационно-экономические и управленческие отношения по поводу формирования и использования долевой (акционерной и паевой) собственности для достижения желаемого результата как синергетического эффекта интеграционного взаимодействия*.

Можно назвать цели объединения бизнес-единиц в корпоративные структуры:

1) повышение финансовой устойчивости в рамках интегрированного комплекса;

2) перемещение накопленного капитала в более перспективные направления деятельности;

3) повышение конкурентоспособности выпускаемой продукции и сохранение эффективного спроса на нее;

4) проведение технического перевооружения на инновационной основе;

5) вхождение в интернациональный бизнес и на международные рынки;

6) получение определенных преимуществ в использовании узких сегментов или ниш рынка;

7) получение разнообразной аналитической, информационной, маркетинговой, консалтинговой и иной помощи[1].

Корпорация обладает рядом *отличительных особенностей*, которые сводятся к следующему:

1) *независимое существование корпорации от собственников*. Корпорация как самостоятельное юридическое лицо владеет имуществом и распоряжается результатами своей деятельности; акционер — это собственник акции, а не имущества корпорации. Акционер и корпорация взаимосвязаны, так как акция дает права на управление корпорацией, на участие в распределении прибыли и получении дохода и на часть имущества при ликвидации компании. В то же время акционер не отвечает по долгам корпорации; его ответственность ограничена, так как потери не могут быть больше тех средств, которые он вложил в покупку акций;

---

[1] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2017. С. 18.

2) *особый характер перехода собственности.* Это проявляется через продажу акций. В течение срока жизни корпорации ее акции могут переходить от одного владельца к другому бесчисленное количество раз, однако сама корпорация не прекращает своего существования. Это связано с тем, что при переходе собственности происходит переход доли или пая не в натуральной форме, а в стоимостном выражении, так как акция отражает часть стоимости капитала, приходящегося на одну акцию. Особенность передачи собственности в России зависит от типа акционерного общества: в публичном акционерном обществе нет ограничений на продажу акций внешним инвесторам. В непубличных акционерных обществах существует особый порядок: сначала акции предлагаются на основе преимущественного права другим акционерам общества; в случае их отказа преимущественное право покупки акций переходит самому обществу, а в случае отказа общества от покупки акций — другим инвесторам — третьим лицам. Все эти аспекты продажи должны быть отражены в протоколах общего собрания акционеров;

3) *отделение собственности от управления.* В корпорациях, особенно в крупных, собственники не в состоянии осуществлять оперативное управление, поэтому они передают права на управление наемным менеджерам, которые представляют их интересы внутри корпорации и во внешних отношениях. Поскольку менеджеры не всегда используют полномочия в интересах акционеров, со стороны последних необходим контроль, который по российскому законодательству осуществляется через трехуровневую систему управления:

– первый уровень — общее собрание акционеров, являющееся высшим органом корпоративного контроля в компаниях;

– второй уровень — совет директоров (наблюдательный совет), который осуществляет стратегическое управление компанией и контроль над работой менеджеров между общими собраниями акционеров;

– третий уровень — исполнительный орган корпорации, который может быть единоличным или коллегиальным (правление корпорации)[1].

Резюмируя вышесказанное, можно отметить, что:

– корпорация — это форма предпринимательства, занимающая в определенном сегменте товарного рынка доминирующее положение, имеющая значительные размеры бизнеса и большое число наемных работников;

---

[1] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2017. С. 19.

– корпорация — это интегрированная по профессиональному признаку структура, в составе которой, как правило, несколько компаний, осуществляющих диверсифицированные виды бизнеса с целью распределения предпринимательских рисков между ними;

– корпорация — это структура, в составе которой сформировался новый тип собственника — акционеры, обладающие определенным набором прав и обязанностей, чья ответственность ограничена;

– корпорация — это структура, в которой четко разграничены собственность и управление, полномочия собственников делегированы профессиональным управляющим — менеджерам, работающим по найму;

– корпорация — это сложная структура, в которой должны быть соблюдены частно-групповые интересы участников совместного бизнеса, потребителей, сотрудников, партнеров и общества в целом;

– корпорация — это структура, которая будучи крупной и влиятельной, должна быть социально ориентированной, социально ответственной, иметь привлекательный для общества имидж.

Вопросы для самопроверки

1. Дайте определение корпорации, назовите ее сущностные признаки.
2. Как употребляется термин «корпорация» в экономической науке?
3. Каковы цели объединения юридических лиц в корпоративные структуры?
4. Почему нельзя утверждать, что корпорация — это обязательно юридическое лицо?
5. Назовите отличительные особенности корпорации, поясните, как они проявляются.

Литература по теме

Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: учеб. пособие / пер. с англ.; под науч. ред. Н. Н. Барышниковой. 2-е изд. М.: Олимп-Бизнес, 2004. 1087 с.

Корпоративные финансы: учеб. для вузов / В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н. П. Радковская. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2022. 354 с.

Лимитовский М. А., Паламарчук В. П., Лобанова Е. Н. Корпоративный финансовый менеджмент: учеб.-практ. пособие / отв. ред. Е. Н. Лобанова. М.: Юрайт, 2021. 990 с.

Никитина Н. В., Янов В. В. Корпоративные финансы: учеб. пособие. М.: КноРус, 2014. 512 с.

Никитушкина И. В., Макарова С. Г., Студников С. С. Корпоративные финансы: учеб. для акад. бакалавриата / под общ. ред. И. В. Никитушкиной. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2015. 521 с.
Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А. Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2017. 124 с.
Теплова Т. В. Корпоративные финансы: учеб. для бакалавров. М.: Юрайт, 2013. 655 с.

Основные термины

Публичные финансы — совокупность экономических отношений по поводу образования и распределения централизованных фондов денежных средств и финансовых ресурсов необходимых для реализации присущих им функций.

Частнохозяйственные финансы — совокупность денежных отношений, возникающих в процессе движения финансовых ресурсов в частноправовой форме (в области частного бизнеса).

Корпоративные финансы — взаимоотношения между всеми участниками финансовых рынков, определяемые и регулируемые системой объективных закономерностей и правил относительно долевой стоимости бизнеса, имеющей рыночную оценку.

Стейкхолдеры корпорации — заинтересованные лица, прямо или косвенно связанные с деятельностью корпорации в определенном сегменте рынка товаров, работ, услуг, оказывающие влияние на ее функционирование, реализующие свои экономические интересы в данной корпорации и получающие как ее участники определенные выгоды.

Внутрифирменные стейкхолдеры — участники корпорации, имеющие непосредственное отношение к деятельности компании: собственники (акционеры), члены трудового коллектива (наемный персонал), топ-менеджеры.

Внефирменные стейкхолдеры — участники корпорации, находящиеся с внешней по отношению к деятельности компании стороны, вместе с тем оказывающие на нее существенное влияние: кредиторы, поставщики и покупатели, государственные органы, финансовые институты, дочерние и зависимые компании.

Финансовые стейкхолдеры — участники корпорации, предоставляющие ей собственный (акционеры) и заемный капитал и финансовые ресурсы (кредиторы).

Миноритарный акционер — владелец мелкого пакета акций.

Мажоритарный акционер — владелец крупного пакета акций.

Ковенанты — перечень обязательств, которые компания должна будет соблюдать при выпуске и размещении облигационного займа или при получении банковского кредита.

Объект корпоративных финансовых отношений — финансовые ресурсы, опосредующие формирование и движение долевой собственности, выполнение обязательств корпорации по реализации ее социальных, экономических и финансовых целей.

Агентская теория — теория передачи полномочий и принятия риска.

Независимый директор — профессионал с безупречной репутацией, который представляет интересы акционеров и при этом не связан с группами заинтересованных лиц корпорации.

Корпорация — объединение юридических и физических лиц в организацию, представляющую структурированную группу членов-участников, вступающих в согласованные и скоординированные организационно-экономические и управленческие отношения по поводу формирования и использования долевой (акционерной и паевой) собственности для достижения желаемого результата как синергетического эффекта интеграционного взаимодействия.

2 Финансовые ресурсы и денежные потоки корпорации

2.1. Финансы корпорации, функции и принципы их организации

Вопрос о сущности финансов организаций (предприятий) в экономической литературе остается до сих пор дискуссионным, а в период рыночных трансформаций в экономике полемика только усиливается.

В командно-административной экономике, где собственником практически всех организаций выступало государство, категория «финансы организаций (предприятий)» относилась ко всем предприятиям, а финансы организаций (предприятий) полностью включались в систему финансов.

С переходом к рыночной экономике категория «финансы» не изменилась, как, впрочем, не поменялась и суть финансов организаций (предприятий). Как и прежде, под финансами организаций (предприятий) понимают денежные отношения хозяйствующих субъектов, связанные с выполнением государством его функций, т. е. имеющие императивную форму проявления. Рынок сужает функции государства и преобразует их, в связи с чем объективно сужаются и его отношения, касающиеся функционирования хозяйствующих субъектов, перешедших в частную собственность и взаимодействующих с государством по частным вопросам. Денежные отношения частных предприятий по управлению их финансово-хозяйственной деятельностью, наоборот, расширяются до уровня взаимоотношений не только с государством, но и с рынками капитала, рынками средств производства и товаров. Такой спектр отношений уже нельзя в полной мере отнести к финансам организаций (предприятий), его определяют как категорию *«денежное хозяйство предприятий»*, представляющую собой *«систему денежных отношений по формированию и использованию де-*

нежного капитала и потоков денежных средств для осуществления производственной и инвестиционной деятельности с целью укрепления конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности бизнеса»[1].

Между тем анализ современной экономической литературы показывает, что практически все исследователи трансформируют категорию «финансы организаций (предприятий)» с учетом современных рыночных условий хозяйствования, не объясняя ее новых проявлений в принципиально изменившихся экономических отношениях в обществе.

Вызывает полемику и вопрос о том, какой хозяйствующий субъект понимать под предприятием (организацией).

Понятие юридического лица дано в ст. 48 ч. I Гражданского кодекса РФ: «Юридическим лицом признается организация, которая имеет обособленное имущество и отвечает им по своим обязательствам, может от своего имени приобретать и осуществлять гражданские права и нести гражданские обязанности, быть истцом и ответчиком в суде. …К юридическим лицам, на имущество которых их учредители имеют вещные права, относятся государственные и муниципальные унитарные предприятия, а также учреждения. К юридическим лицам, в отношении которых их участники имеют корпоративные права, относятся корпоративные организации»[2].

На наш взгляд, под предприятиями (корпорациями) следует понимать коммерческие организации, так как лишь они участвуют в воспроизводственном процессе. Некоммерческие организации создаются не для предпринимательских целей, не преследуют цель извлечения прибыли, не распределяют полученную прибыль между участниками. Некоммерческие организации могут осуществлять предпринимательскую деятельность, но лишь постольку, поскольку это служит достижению целей, ради которых они созданы, и соответствующую этим целям.

Вопрос о сущности категории «финансы организаций (предприятий)» рассматривается как российским, так и зарубежным научным сообществом и остается дискуссионным по настоящее время. Единство мнений среди ученых по данной проблеме достигается при трактовке

---

[1] *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 57.

[2] *Гражданский кодекс Российской Федерации* (часть первая) от 30 ноября 1994 г. № 51-ФЗ.

финансов хозяйствующих субъектов как совокупности денежных отношений.

Обзор основных трактовок содержания категории «финансы организаций (предприятий)» представлен в табл. 2.1.

Таблица 2.1

Трактовки содержания категории «финансы организаций (предприятий)»

Исследователи	Трактовка
И. Т. Балабанов	«Финансы любого хозяйствующего субъекта охватывают денежные отношения данного субъекта с другими хозяйствующими субъектами (по оплате поставок сырья, товаров, других материальных ценностей, по реализации продукции, при получении финансовых и коммерческих кредитов, при вложении капитала и т. п.); учредителями (при распределении прибыли); трудовым коллективом (по оплате труда, при распределении доходов и прибыли, при выплате дивидендов по акциям, процентов по облигациям и т. п.); государственными органами управления (при уплате налогов, обязательной продаже части экспортной выручке и т. п.). Финансы предприятий выполняют три функции: формирование денежных фондов (доходы); использование этих фондов (расходы); контроль за их формированием и использованием»[1]
В. В. Бочаров	«Финансы предприятий выражают систему денежных отношений, возникающих в процессе хозяйственной деятельности и необходимых для формирования и использования капитала, доходов и денежных фондов… реальное формирование финансовых ресурсов предприятий начинается только на стадии распределения, когда стоимость реализована и из выручки от реализации товаров выделяются отдельные элементы стоимости (фонд возмещения, фонд оплаты труда, прибыль)»[2]. Финансам предприятий (организаций) присущи три функции: формирование капитала (дохода); использование капитала (дохода); контрольная функция
О. Б. Веретенникова	«Система денежных отношений по поводу формирования и использования предприятиями денежных средств для производства товаров и услуг, построенная на взаимоотношениях с государством в рамках возложенных на него функций»[3].

[1] *Балабанов И. Т.* Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? М.: Финансы и статистика, 1995. С. 16.

[2] *Бочаров В. В.* Управление денежным оборотом предприятий и корпораций. М.: Финансы и статистика, 2001. С. 6–9.

[3] *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 46.

Окончание табл. 2.1

Исследователи	Трактовка
	Функциями финансов предприятий исходя из их сущности являются: формирование денежных средств предприятий и использование денежных средств предприятий
Л. Н. Павлова	Финансы предприятий имеют две функции — распределительную и контрольную[1]
М. В. Романовский	«Система денежных отношений, которые в определенной степени регламентированы государством и связаны с реальными денежными потоками предприятия, формированием и использованием капитала, денежных фондов и доходов, необходимых для осуществления уставной деятельности и выполнения всех обязательств»[2]. «Финансы хозяйствующих субъектов — относительно самостоятельная сфера системы финансов государства, которая охватывает широкий круг денежных отношений, связанных с формированием и использованием капитала, доходов, денежных фондов в процессе кругооборота их средств и выраженных в виде различных денежных потоков». Функциями финансов предприятий являются: регулирование денежных потоков предприятия; формирование капитала; использование капитала, доходов и денежных фондов
А. Д. Шеремет, Р. С. Сайфулин	«Финансы — это система денежных отношений экономического субъекта, возникающая в процессе его производственно-хозяйственной деятельности»[3]

В представленных позициях российских ученых по вопросу сущности финансов организаций (предприятий) видны схожие моменты, связанные с присущими финансам денежными отношениями. Чтобы определить характер денежных отношений, опосредующих категорию «финансы корпораций», рассмотрим систему денежных отношений, используемую организациями в их деятельности (рис. 2.1).

Корпорации, т. е. организации частной формы собственности, имеют разнообразные связи с рынками капитала, их отношения с государством ограничиваются уплатой налогов и поступлениями из бюджета в виде субвенций и бюджетных кредитов, и лишь при определенных условиях. Такие отношения регулируются государством в очень узких рамках и не отвечают в полной мере ни сущности финансов, ни их признакам.

---

[1] *Павлова Л. Н.* Финансы предприятий: учеб. для вузов. М.: Финансы: ЮНИТИ, 1998. С. 64–66.

[2] *Финансы* предприятий: учебник / под ред. М. В. Романовского. СПб.: Бизнес-пресса, 2000. С. 13–31.

[3] *Шеремет А. Д., Сайфулин Р. С.* Финансы предприятия. М.: ИНФРА-М, 1997. С. 7.

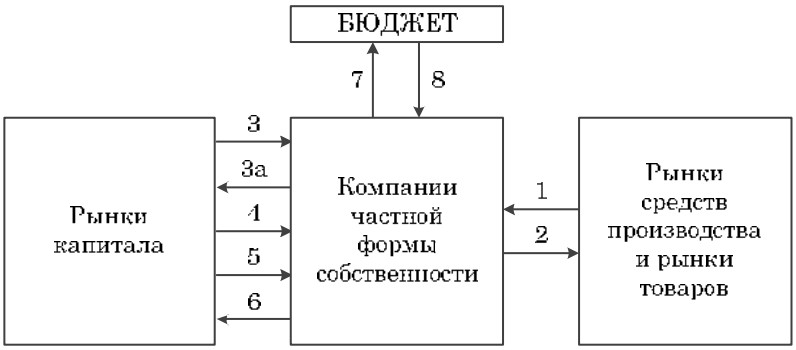

Рис. 2.1. Денежные отношения компаний с рынками капитала, средств производства, товаров и с государством[1]:
1 — поступления с нефинансовых рынков (выручка от реализации продукции, прочая реализация); 2 — выплаты нефинансовым рынкам (оплата сырья, материалов, покупка оборудования, заработная плата и т. п.); 3 — получение кредитов, займов (заемное финансирование); 3а — погашение кредитов (займов) и процентов по ним; 4 — поступления от постоянных собственников предприятия (финансирование за счет собственных средств предприятия); 5 — поступления от новых собственников при новой эмиссии ценных бумаг или продаже паев (паевое финансирование); 6 — выплаты собственникам (дивиденды, проценты по паям); 7 — налоговые выплаты; 8 — субвенционные платежи предприятию, бюджетные кредиты

Категорию «финансы организаций» в этой связи можно рассматривать в узком и широком смысле. *Финансы организаций в узком смысле* выражают отношения организации с государством, а *в широком смысле* под *финансами организаций понимают систему денежных отношений по поводу формирования и использования организациями денежного капитала (фондов) для осуществления предпринимательской деятельности, т. е. в целях извлечения прибыли и выполнения возникающих обязательств.*

Совокупность денежных отношений, определяемая категорией «финансы организаций (предприятий)» (в широком смысле), возникает между организацией и:

– собственниками — по поводу формирования уставного капитала и выплаты дивидендов или процентов по паям;

– ее инвесторами (финансовыми посредниками, предприятиями и т. п.) — по поводу привлечения денежных средств под реальные инвестиции, их погашения и выплаты процентов по ним;

---

[1] *Казак А. Ю., Веретенникова О. Б., Майданик В. И.* Финансовая политика хозяйствующих субъектов: проблемы разработки и внедрения. Екатеринбург: АМБ, 2003. С. 9.

– покупателями — по поводу получения ими коммерческих кредитов и погашения их;

– поставщиками — по поводу получения предприятием коммерческих кредитов и погашения их;

– участниками холдинга (материнскими и дочерними компаниями) — по поводу перераспределения денежного капитала в холдинге;

– государством — по поводу уплаты налогов;

– государством — по поводу получения бюджетных ассигнований и условиям их погашения организацией;

– другими организациями — по поводу осуществления реальных инвестиций самой организацией и получения процентов по ним;

– другими юридическими лицами, государством — по поводу осуществления организацией финансовых инвестиций и получения процентов по ним и др.

Сущность любой объективной экономической категории проявляется посредством ее функций. Из определения сущности финансов организаций (в широком смысле) вытекают две их функции:

1) формирование денежных средств (фондов);

2) использование денежных средств (фондов).

Формирование денежных средств (фондов) организации означает планомерное привлечение денежных средств для долго-, средне- и краткосрочных вложений, т. е. поиск их источников.

Под финансированием следует понимать готовность осуществить за счет этих средств какой-либо вид хозяйственной деятельности. Процесс финансирования первичен по отношению к процессу инвестирования и является его основой.

Создание любой организации должно сопровождаться формированием ее уставного капитала путем привлечения средств постоянных собственников, или, если это необходимо в дальнейшем, за счет аккумулирования капитала новых собственников. Кроме того, формирование денежного капитала (фондов) может происходить за счет привлечения заемного капитала, если в какой-то момент у организации возникнет повышенная потребность в денежных средствах. Данные ресурсы привлекаются в виде банковских кредитов, займов других организаций и т. п. Денежные ресурсы можно получить и от государства в виде бюджетных кредитов и субсидий. Однако для воспроизводства любая организация должна быть способна в процессе хозяйственной деятельности создавать собственные денежные фонды. Без этого она не может существовать на рынке, конкурировать с другими организациями, иметь устойчивое финансовое положение.

Целью процесса формирования денежного капитала (фондов) организаций выступает аккумуляция необходимых денежных средств для эффективной и ритмичной хозяйственной деятельности. От того, как сформирован денежный капитал организации, во многом будут зависеть и результаты ее деятельности.

Использование денежных средств (фондов) организаций — это их инвестирование в основной капитал и вложение в оборотный капитал, достаточные для обеспечения потребностей организации. Капитал из денежной формы превращается в материально-вещественную. Может сложиться ситуация, при которой сумма сформированных денежных фондов больше текущих потребностей организации. В этом случае необходимы безрисковые вложения на финансовом рынке, чтобы не произошло «замораживания» денежных активов. При обратной ситуации, когда наличие денежных средств меньше, чем потребность в них, возникнет разрыв в производственной цепочке из-за отсутствия сырья, материалов, оборудования.

Использование денежных средств (фондов) организации зависит от эффективности самого производства, уровня применяемой техники, технологий, качества используемой рабочей силы и ряда других факторов. Это, в свою очередь, определяется уровнем менеджмента в организации.

Цель процесса использования денежных средств (фондов) — получение прибыли организацией и обеспечение ее платежеспособности. В этой связи организацию будет интересовать цепочка проблем: получение выручки, покрытие затрат и, как результат, получение прибыли. Из прибыли погашаются налоговые платежи, производятся расчеты с кредиторами и собственниками, в результате чего остается чистая прибыль, которую организация может реинвестировать в производство, поощрить работников, профинансировать социальные мероприятия.

Таким образом, использование денежных средств (фондов) организации осуществляется не ради процесса, а ради результата — прибыли, получаемой при удовлетворении организацией потребностей клиента. Именно прибыль дает возможность осуществлять не только простое, но и расширенное воспроизводство. При этом организация должна быть ликвидной, т. е. прибыль необходимо материализовывать в реальных денежных потоках.

Определение принципов организации финансов предприятий (корпораций) является дискуссионным (табл. 2.2).

Таблица 2.2

Принципы организации финансов предприятий (корпораций)

Исследователи	Принципы
М. В. Романовский	Плановость; финансовое соотношение сроков; взаимозависимость финансовых показателей; гибкость (маневрирование); минимизация финансовых издержек; рациональность; финансовая устойчивость[1]
О. Б. Веретенникова	*При командно-административной системе управления (1917–1987 гг.):* – плановость; – демократический централизм; – строгое разделение средств основной деятельности и капитальных вложений; – сохранность собственных оборотных средств и недопущение их иммобилизации в другие активы, кроме оборотных. *В период перестройки экономики (1987–1991 гг.):* – плановость; – демократический централизм; – строгое разделения средств основной деятельности и капитальных вложений; – сохранность собственных оборотных средств и недопущение их мобилизации в другие активы кроме оборотных; – самофинансирование, самоокупаемость и полный хозрасчет. *В период рыночной экономики (с 1992 г. по настоящее время):* – плановость; – обеспечение финансовой устойчивости предприятий[2]
Н. В. Колчина	Хозяйственная самостоятельность; самофинансирование; материальная ответственность; заинтересованность в результатах деятельности; формирование финансовых резервов[3]
С. В. Большаков	Полный хозяйственный (коммерческий) расчет; разграничение средств основной и инвестиционной деятельности; деление оборотных средств на собственные и заемные; обеспечение сохранности собственных оборотных средств; образование денежных фондов и резервов; планирование[4]

[1] *Финансы* предприятий: учебник / под ред. М. В. Романовского. СПб.: Бизнес-пресса, 2000. С. 430–431.

[2] *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 48–51.

[3] *Финансы* предприятий: учеб. для вузов / Н. В. Колчина, Г. Б. Поляк, Л. П. Павлова и др.; под ред. Н. В. Колчиной. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юнити-Дана, 2001. С. 12.

[4] *Большаков С. В.* Основы управления финансами: учеб. пособие. М.: ФБК-Пресс, 2000. С. 33.

На наш взгляд, в современных условиях можно выделить три принципа *организации финансов корпораций (организаций)*:

1) плановости и системного подхода;

2) оптимального соотношения собственных и заемных источников финансирования организаций;

3) обеспечения финансовой устойчивости организаций.

Принцип плановости и системного подхода означает, что все показатели деятельности организации планируются путем составления стратегического плана, бизнес-планов инвестиционных проектов и бюджета организации.

Системный характер позволяет скоординировать показатели как на этапе планирования, так и при получении фактических данных. Например, размер выручки, определяемый рынком, должен соответствовать размерам производства, т. е. наличию основного, оборотного капитала, рабочей силы. Издержки должны соответствовать товарному выпуску, затраты — выручке, расходы — доходам, выплаты — поступлениям. Системный подход позволяет увязать все показатели финансово-хозяйственной деятельности для обеспечения их рационального и эффективного сочетания. Таким образом, планирование должно осуществляться ради управления и обеспечения устойчивого развития организаций и экономики страны в целом.

Процесс формирования денежного капитала (фондов) должен обеспечить организацию необходимым объемом денежных средств. Первоначально организация генерирует поток денежных поступлений. Однако по истечении времени необходимо произвести выплаты каждому контрагенту в соответствии с условиями договора, на которых привлечены средства. Причем каждый поток денежных средств имеет свою «цену». Самыми выгодными с точки зрения минимизации затрат на обслуживание источников являются чистая прибыль, остающаяся в распоряжении организации, и амортизация, а также приравненные к собственным устойчивые пассивы. Платежные требования собственников, вложивших средства в уставной капитал, стоят по показателю возвратности и платности на втором месте. С собственниками необходимо рассчитаться за предоставленные ресурсы в виде выплаты дивидендов или процентов по паям, осуществляемой из чистой прибыли организации.

На последнем месте с точки зрения выгодности стоят заемные источники, обязательства по которым должны удовлетворяться в первую очередь, ранее претензий собственников.

Таким образом, чем больше к процессу формирования денежного капитала привлечено собственников и кредиторов, тем больше организация несет затрат по обслуживанию долга и тем меньше остается чистой прибыли, являющейся самым выгодным источником воспроизводства.

Становится понятным, почему так важно найти оптимальное соотношение между источниками финансирования для обеспечения прибыльности и платежеспособности организации.

Принцип обеспечения финансовой устойчивости организации означает, что любые инвестиции и затраты должны окупаться, т. е. приносить прибыль и положительное сальдо денежного потока. Только в этом случае организация может быть конкурентоспособной и долгое время эффективно работать на рынке производимых ею товаров, работ или услуг.

Принципы организации финансов корпораций в рыночной среде должны определять специфику организации финансов именно в этой компании, а не общие принципы хозяйствования характерные для всей системы.

Вопросы для самопроверки

1. Покажите место финансов корпораций в системе финансов.
2. В чем принципиальное отличие финансов организаций от денежного хозяйства организаций?
3. Назовите организационно-правовые формы деятельности организаций на основе российского законодательства.
4. Назовите принципы организации финансов корпораций.
5. Что означают такие понятия, как формирование и использование денежных средств (фондов) корпораций?

2.2. Финансовые ресурсы корпорации и источники их формирования

Деятельность любой организации начинается с формирования необходимого объема финансовых ресурсов для обеспечения своего функционирования. Как правило, на первоначальном этапе жизненного цикла организация имеет в распоряжении уставный капитал (фонд), обеспечивающий минимальные инвестиционные и текущие потребности. На следующих этапах развития у организации расширяются

возможности финансирования, как за счет собственных источников, так и за счет обязательств.

В экономической литературе представлено многообразие трактовок понятий «финансовые ресурсы», «источники финансирования», «денежный капитал» (табл. 2.3).

Таблица 2.3

Трактовки понятий «финансовые ресурсы», «источники финансирования», «денежный капитал»

Исследователи	Трактовка
И. А. Бланк	Называет понятия «главной экономической базой создания и развития организации … обеспечивающей интересы государства, собственников и персонала»[1], выделяя собственный и заемный капитал, включающий прибыль, амортизацию, эмиссию акций, облигаций, банковский и коммерческий кредит, лизинг и др.[2]
Л. В. Донцова	Указывает на бухгалтерскую природу денежного капитала организации: «…источник финансирования финансово-хозяйственной деятельности организации, величина которого отражается в пассиве бухгалтерского баланса»[3]
О. Б. Веретенникова	«Денежные средства, привлекаемые предприятием с рынка денежного капитала, из бюджета, а также создаваемые самим предприятием, за счет которых формируется имущество, необходимое для ведения предпринимательской деятельности»[4]
И. В. Ивашковская	«Специальное логическое понятие, введенное в специальный финансовый анализ для обозначения комбинации (соотношения) источников заемного и собственного финансирования, которая принята в организации для реализации ее рыночной стратегии»[5]
В. В. Ковалев	Совокупность источников финансирования рассматривает как «финансовую структуру фирмы» и выделяет следующие традиционные виды источников средств: – по происхождению — собственные и привлеченные; – по отношению к фирме — внутренние и внешние;

[1] *Бланк И. А.* Основы финансового менеджмента. Т. 1. Киев: Ника-Центр, 2000. С. 414.

[2] *Бланк И. А.* Управление формированием капитала. Киев: Ника-Центр, 2000. С. 43–45.

[3] *Донцова Л. В., Никифорова Н. А.* Анализ финансовой отчетности: учеб. пособие. 4-е изд., перераб. и доп. М.: Дело и Сервис, 2003. С. 199.

[4] *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 55.

[5] *Ивашковская И. В.* От финансового рычага к оптимизации структуры капитала компании // Управление компанией. 2004. № 11 (42). С. 18.

Окончание табл. 2.3

Исследователи	Трактовка
	– по срочности — краткосрочные и долгосрочные; – по платности — платные и бесплатные[1]
Я. М. Миркин	«Сумма средств, инвестированная собственниками в организацию на постоянной основе в качестве ресурсной базы его деятельности», при этом ученый указывает на необходимость исследования направлений использования данного капитала с целью обоснования эффективности его формирования[2]
Г. В. Поляк	«Стоимость, авансируемая в производство с целью извлечения прибыли, т. е. стоимость, воспроизводящая новую стоимость»[3]
М. В. Романовский	«Самовозрастающая стоимость, т. е. стоимость, авансированная (инвестированная) в производство в целях извлечения прибыли (воспроизводства новой стоимости)»[4]
Е. И. Шохин	Рассматривает финансовые ресурсы организации с учетом временного фактора как «сумму источников краткосрочного и долгосрочного характера[5]

На наш взгляд, *финансовые ресурсы организации* представляют собой совокупность источников финансирования, сформированных за счет собственных, привлеченных и заемных средств и необходимых для осуществления простого и расширенного воспроизводства.

Наиболее полно состав источников финансирования организации представлен на рис. 2.2.

Процесс финансирования организации может сопровождаться рядом проблем, связанных с:

– недооценкой возможностей организации для осуществления расширенного воспроизводства;

– отсутствием контроля над внешними и внутренними факторами, влияющими на структуру и стоимость источников финансирования;

– ухудшением ключевых финансовых показателей деятельности организации и др.

---

[1] *Ковалев В. В.* Курс финансового менеджмента: учебник. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2011. С. 324.

[2] *Миркин Я. М.* Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, 2002. С. 81.

[3] *Финансовый* менеджмент: учебник / под ред. Г. Б. Поляка. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юнити-Дана, 2007. С. 119.

[4] *Финансы* предприятий: учебник / под ред. М. В. Романовского. СПб.: Бизнес-пресса, 2000. С. 143.

[5] *Финансовый* менеджмент: учеб. пособие / под ред. Е. И. Шохина. М.: ФБК-ПРЕСС, 2004. С. 96.

Элементы денежного капитала организации

Собственные источники

Внутренние:

1) чистая прибыль, в том числе нераспределенная прибыль;
2) фонды, образованные за счет чистой прибыли, в том числе:
– резервный фонд;
– фонд накопления;
– фонд потребления;
3) амортизация основных фондов и нематериальных активов;
4) добавочный капитал

Внешние:

1) уставный капитал;
2) добровольные пожертвования

Привлеченные источники

Внутренние

Часть устойчивых пассивов, в том числе:
– минимальная задолженность по заработной плате;
– минимальная задолженность по налогам и сборам;
– резервы предстоящих расходов и платежей

Внешние:

1) часть устойчивых пассивов, в том числе авансы покупателей;
2) государственные ресурсы;
3) средства, объединяемые организациями для совместной деятельности;
4) целевое финансирование;
5) средства инвесторов

Заемные источники

Внутренние

Заемные источники, предоставляемые внутренними контрагентами — участниками интегрированного субъекта, в том числе:
– коммерческий кредит;
– вексельный кредит;
– займы

Внешние:

1) банковский кредит;
2) вексельный кредит;
3) займы;
4) кредиторская задолженность;
5) средства, полученные по лизингу, факторингу, форфейтингу, прочие особые формы кредитования

Рис. 2.2. Внешние и внутренние элементы денежного капитала организации[1]

[1] Сост. по: *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 56, 91.

Для решения указанных проблем необходимо на постоянной основе осуществлять управление источниками финансирования организации по следующему алгоритму (рис. 2.3).

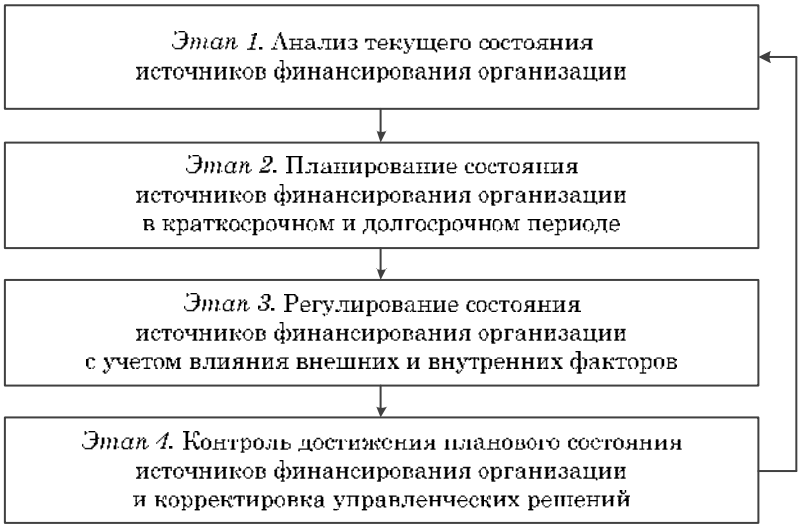

Рис. 2.3. Алгоритм управления источниками финансирования организации

Этап 1. Анализ текущего состояния источников финансирования организации включает:

– анализ динамики и структуры по укрупненным группам источников финансирования, а также с детализацией по этим группам;

– анализ качества формирования источников финансирования, что предполагает оценку соответствия балансовой структуры финансовых ресурсов организации профилю ее деятельности, а также выполнения условия финансирования долгосрочных активов за счет перманентного капитала;

– анализ финансовых показателей, характеризующих стоимость источников финансирования организации (табл. 2.4);

– анализ финансовых показателей, характеризующих эффективность формирования источников финансирования (табл. 2.5).

На основе проведенного анализа дается квалифицированное суждение о текущем состоянии источников финансирования организации.

Таблица 2.4

Показатели стоимости источников финансирования организации

Показатель	Формула расчета	Пояснение
Показатели цены собственных источников финансирования		
Цена функционирующего собственного капитала	$СК_{ФО} = \frac{ЧП_С \times 100\ \%}{\overline{СК}}$	$СК_{ФО}$ — цена функционирующего собственного капитала, %; $ЧП_С$ — распределенная прибыль собственникам организации; $\overline{СК}$ — средний объем собственного капитала
Цена дополнительно привлекаемого акционерного капитала за счет эмиссии привилегированных акций	$ССК_{ПР} = \frac{Д_{ПР} \times 100\ \%}{К_{ПР} \times (1 - ЭЗ)}$	$ССК_{ПР}$ — цена собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций, %; $Д_{ПР}$ — сумма дивидендов, предусмотренных к выплате в соответствии с контрактными обязательствами эмитента; $К_{ПР}$ — объем собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций; ЭЗ — затраты по эмиссии акций, выраженные десятичной дробью по отношению к сумме эмиссии
Цена дополнительно привлекаемого акционерного капитала за счет эмиссии простых акций	$ССК_{ПА} = \frac{К_А \times Д_{ПА} \times ПВ_Т \times 100\ \%}{К_{ПА} \times (1 - ЭЗ)}$	$ССК_{ПА}$ — цена собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций, %; $К_А$ — количество дополнительно выпущенных акций; $Д_{ПА}$ — сумма дивидендов, выплаченных на одну простую акцию, %; $ПВ_Т$ — планируемый темп выплат дивидендов (процентов по паям), выраженный десятичной дробью; $К_{ПА}$ — объем собственного капитала, привлеченного за счет эмиссии простых акций
Показатели цены заемных источников финансирования		
Цена заемного капитала в форме банковского кредита	$С_{БК} = \frac{СТ_{ПК} \times (1 - Н)}{1 - З_{ПК}}$	$С_{БК}$ — цена заемного капитала, привлекаемого в форме банковского кредита, %; $СТ_{ПК}$ — ставка процента за банковский кредит, %; Н — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; $З_{ПК}$ — затраты на привлечение банковского кредита, выраженные десятичной дробью

Окончание табл. 2.4

Показатель	Формула расчета	Пояснение
Цена финансового лизинга	$С_{ФЛ} = \frac{(ЛС - Н_А) \times (1 - Н)}{1 - З_{ФЛ}}$	$С_{ФЛ}$ — цена заемного капитала, привлекаемого на условиях лизинга, %; ЛС — годовая лизинговая ставка, %; $Н_А$ — годовая норма амортизации актива, привлеченного на условиях лизинга, %; $З_{ФЛ}$ — уровень расходов по привлечению актива на условиях финансового лизинга к стоимости этого актива, выраженный десятичной дробью
Цена заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии купонных облигаций	$С_{КО} = \frac{С_{КП} \times (1 - Н)}{1 - З_{ЭО}}$	$С_{КО}$ — цена купонной облигации; $С_{КП}$ — цена купонного процента по облигациям, %; Н — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; $З_{ЭО}$ — уровень затрат по выпуску облигаций, доли к объему эмиссии
Цена заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии процентных облигаций	$С_{ПО} = \frac{Д_R \times (1 - Н) \times 100\ \%}{(Н_О - Д_R) \times (1 - З_{ЭО})}$	$С_{ПО}$ — цена процентной облигации; $Д_R$ — среднегодовая сумма дисконта по облигации; $Н_О$ — номинал облигации, подлежащей погашению
Цена коммерческого кредита	$С_{tk} = \frac{(С_k \times 360) \times (1 - Н)}{t_{kr}}$	$С_{tk}$ — цена предоставляемого коммерческого кредита, %; $С_k$ — размер скидки за продукцию, %; T_{kr} — период предоставления коммерческого кредита, дн.

Примечание. Сост. по: *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 138–139; *Управление* инвестиционной деятельностью предприятия: монография / В. П. Иваницкий, Н. Г. Привалов, С. Г. Привалова, И. В. Токарева. Екатеринбург: УрГСХА, 2009. С. 63–84.

Таблица 2.5

Показатели эффективности формирования источников финансирования организации

Показатель	Формула расчета	Норма
Коэффициент соотношения заемных и собственных средств	Заемный капитал / (Собственный капитал + Доходы будущих периодов)	< 1

Окончание табл. 2.5

Показатель	Формула расчета	Норма
Коэффициент концентрации собственного капитала (автономии)	Собственный капитал / Валюта баланса	> 0,5
Рентабельность совокупного капитала = Рентабельность активов (ROA)	Чистая прибыль / Валюта баланса	≥ Среднее значение по отрасли
Рентабельность собственного капитала (ROE)	Чистая прибыль / Собственный капитал	≥ Среднее значение по отрасли
Эффект финансового рычага	(1 − Ставка налога на прибыль) × (Рентабельность активов − Средний процент по кредитам) × (Заемный капитал / Собственный капитал)	> 0
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)	∑(Стоимость i-го источника средств × Доля i-го источника средств в Валюте баланса)	WACC < ROA
Рыночная стоимость организации	Чистая прибыль / WACC	> Балансовой стоимости

Этап 2. Планирование состояния источников финансирования организации в краткосрочном и долгосрочном периоде начинается с постановки цели и задач управления финансовыми ресурсами организации (рис. 2.4).

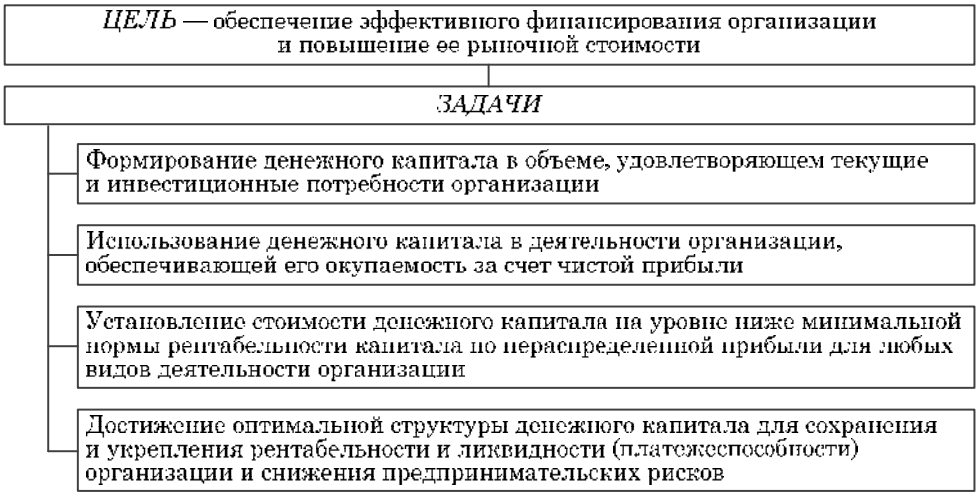

Рис. 2.4. Цель и задачи управления финансовыми ресурсами организации

Далее осуществляется планирование состояния источников финансирования организации в следующем порядке:

1) планирование балансовых значений собственных финансовых ресурсов организации (табл. 2.6);

Таблица 2.6

План по капиталу и резервам на 20___ г.

№ п/п	Показатель	Сумма, тыс. р.
1	Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	
2	Собственные акции, выкупленные у акционеров	
3	Переоценка внеоборотных активов	
4	Добавочный капитал (без переоценки)	
5	Резервный капитал	
6	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	
7	*Итого по капиталу и резервам (стр. 1 — стр. 2 + стр. 3 + стр. 4 + + стр. 5 + стр. 6)*	

2) формирование плана по обязательствам организации (табл. 2.7);

Таблица 2.7

План по обязательствам на 20___ г.

№ п/п	Показатель	Сумма, тыс. р.
1	Заемные средства (долгосрочные)	
2	Отложенные налоговые обязательства	
3	Оценочные обязательства	
4	Прочие обязательства	
5	*Итого по долгосрочным обязательствам (стр. 1 + … + стр. 4)*	
6	Заемные средства (краткосрочные)	
7	Кредиторская задолженность	
8	Доходы будущих периодов	
9	Оценочные обязательства	
10	Прочие обязательства	
11	*Итого по краткосрочным обязательствам (стр. 6 + … + стр. 10)*	
12	*Итого по обязательствам (стр. 5 + стр. 11)*	

3) планирование ключевых показателей состояния денежного капитала организации (см. табл. 2.5) с учетом соблюдения принципов реализуемой финансовой политики и финансовой стратегии организации, а также воздействия внешний факторов.

Этап 3. Регулирование состояния источников финансирования организации с учетом влияния внешних и внутренних факторов. Осуществляется внедрение принятых мероприятий по улучшению состояния финансовых ресурсов организации. Возможный перечень направлений повышения эффективности финансирования представлен на рис. 2.5.

Направления регулирования состояния источников финансирования организации

- Наращивание собственных средств организации путем увеличения ее уставного капитала, прибыли и фондов
- Реструктуризация обязательств организации из краткосрочных в долгосрочные
- Соблюдение целевого использования средств организации
- Минимизация стоимости денежного капитала организации
- Изыскание возможностей привлечения бюджетных ассигнований

Рис. 2.5. Направления регулирования состояния источников финансирования организации

Выработанная программа действий создаст условия для последующего мониторинга и принятия корректирующих решений.

Этап 4. Контроль достижения планового состояния источников финансирования организации и корректировка управленческих решений. Проводится проверка наличия отклонений фактических показателей состояния источников финансирования организации от плановых. При условии наличия отклонений необходимо определить их характер, т. е. являются они случайными или регулярными. Кроме того, выявляются причины возникновения отклонений с учетом воздействия изменяющейся внутренней и внешней среды. При необходимости вносятся изменения в ранее принятые управленческие решения по регулированию состояния источников финансирования организации.

Управление финансовыми ресурсами организации будет считаться эффективным при условии обеспечения:

– достаточного объема финансирования текущей и инвестиционной деятельности;

– оптимальной структуры и стоимости источников средств;

– увеличения рентабельности собственного капитала;

– повышения рыночной стоимости организации.

Вопросы для самопроверки

1. В чем сущность и экономическое содержание финансовых ресурсов корпорации?
2. Назовите и охарактеризуйте принципы финансирования?
3. В каких организационно-правовых формах юридических лиц предусмотрен минимальный размер уставного капитала (фонда)?
4. Каков экономический смысл средневзвешенной стоимости капитала?
5. Как используется показатель «стоимость капитала» в управлении финансово-хозяйственной деятельностью корпорации?

2.3. Экономическая природа и виды денежных потоков корпорации

Функционирование любого хозяйствующего субъекта сопряжено с движением денежных средств и зависит от наличия достаточного объема поступлений и выплат, что, в свою очередь, влияет на уровень ликвидности и платежеспособности организации.

Денежные потоки организации представляют собой реальное движение денежных средств, обслуживающее текущие, инвестиционные и финансовые операции организации за отчетный период.

Денежные потоки организации классифицируются по видам хозяйственной деятельности в соответствии с международными стандартами учета:

– денежные потоки по основной деятельности (рис. 2.6);
– денежные потоки по инвестиционной деятельности (рис. 2.7);
– денежные потоки по финансовой деятельности (рис. 2.8).

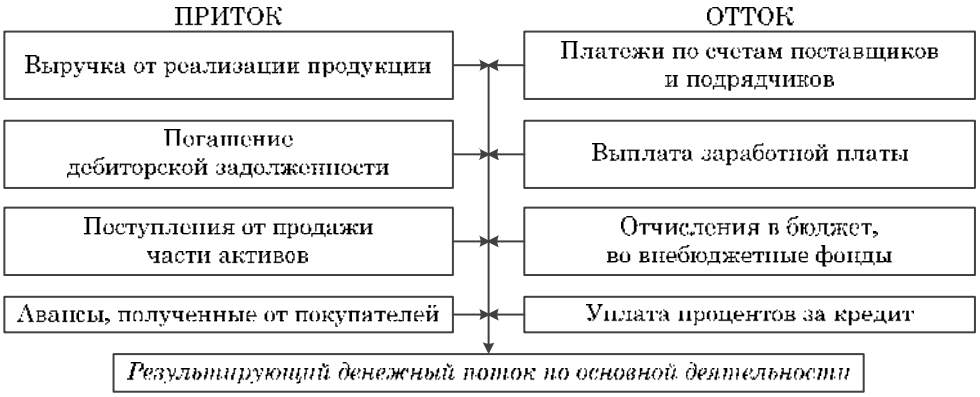

Рис. 2.6. Денежные потоки по основной деятельности

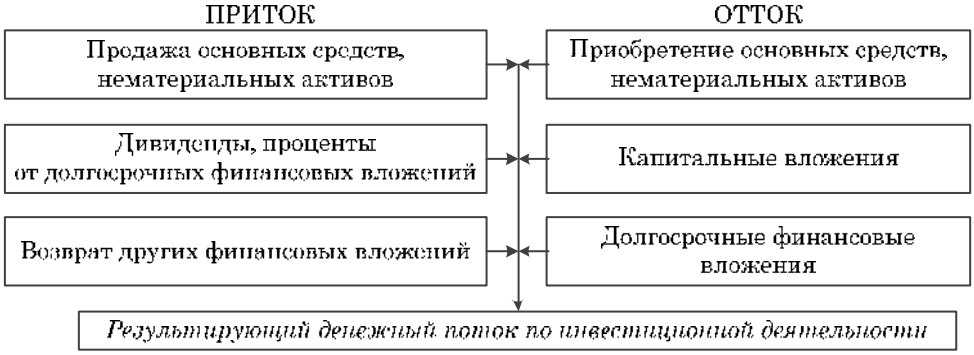

Рис. 2.7. Денежные потоки по инвестиционной деятельности

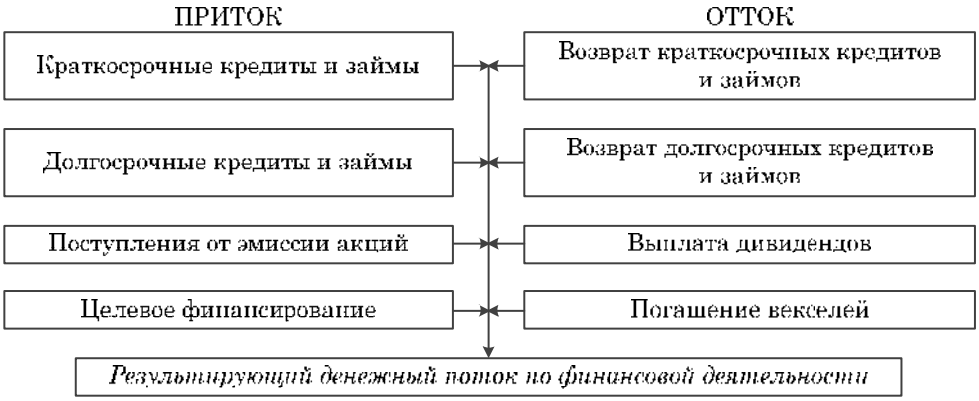

Рис. 2.8. Денежные потоки по финансовой деятельности

Денежные потоки, связанные с текущими операциями, обеспечивают реализацию основных производственно-коммерческих функций. В связи с тем что у большинства организаций основная деятельность является главным источником формирования прибыли, существенный объем поступлений денежных средств приходится именно на нее.

Инвестиционные операции сопровождаются, как правило, значительными объемами поступлений и выплат по приобретению, продаже долгосрочных активов, инвестиционным проектам. Однако необходимо учитывать тот факт, что инвестиционные программы по модернизации и расширению производственных мощностей на определенном этапе их реализации требуют временного оттока денежных средств.

Финансовая деятельность с точки зрения исследования денежных потоков рассматривается как деятельность, связанная с привле-

чением дополнительных источников финансирования и их обслуживанием, тем самым способствующая финансовому обеспечению основной и инвестиционной деятельности.

Для эффективного управления денежными потоками организации необходимо руководствоваться следующим алгоритмом (рис. 2.9).

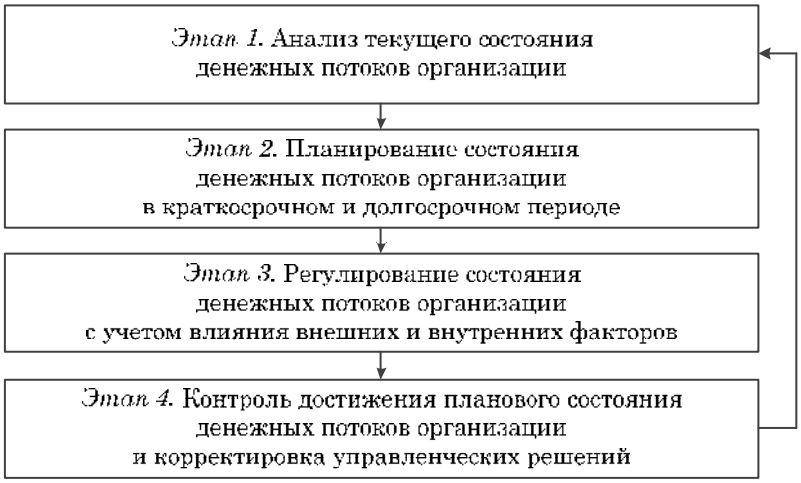

Рис. 2.9. Алгоритм управления денежными потоками организации

Этап 1. Анализ текущего состояния денежных потоков организации включает:

– анализ динамики и структуры денежных потоков в разрезе видов хозяйственной деятельности;

– анализ динамики и структуры результирующего денежного потока организации и его составляющих;

– анализ ликвидности и платежеспособности организации (табл. 2.8).

Таблица 2.8

Показатели ликвидности и платежеспособности организации

Показатель	Формула расчета	Пояснение
Коэффициент текущей ликвидности (коэффициент покрытия)	$К_{тл} = \frac{ОА - ДЗ_д}{КО}$	ОА — оборотные активы; $ДЗ_д$ — долгосрочная дебиторская задолженность (свыше 1 года); КО — краткосрочные обязательства
Коэффициент абсолютной ликвидности	$К_{абл} = \frac{ДС+КФВ}{КО}$	ДС — денежные активы и их эквиваленты; КФВ — краткосрочные финансовые вложения

Окончание табл. 2.8

Показатель	Формула расчета	Пояснение
Коэффициент быстрой (срочной) ликвидности	$К_{бл} = \frac{ДЗ+КФВ+ДС}{КО}$	ДЗ — дебиторская задолженность (до 1 года)
Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	$К_{обеспеч} = \frac{СОС}{ОА}$	СОС — собственные оборотные средства, представляющие величину превышения суммы оборотных средств над суммой краткосрочных обязательств
Коэффициент восстановления (утраты) платежеспособности	$К_з = \frac{К_{1ф} + \frac{У}{Т}(К_{1ф} - К_{1н})}{2}$	$К_{1ф}$ — коэффициент текущей ликвидности в конце отчетного периода; $К_{1н}$ — коэффициент текущей ликвидности в начале отчетного периода; Т — продолжительность отчетного периода, мес.; У — период восстановления (утраты) платежеспособности (при расчете коэффициента восстановления платежеспособности У = 6 мес.; при расчете коэффициента утраты платежеспособности У = 3 мес.); 2 — норматив коэффициента текущей ликвидности

Основной задачей анализа текущего состояния денежных потоков организации является выявление причин недостатка (избытка) денежных средств, определение источников их поступлений и направлений использования.

При определении денежных потоков используется прямой и косвенный метод.

Прямой метод основан на анализе движения денежных средств по счетам организации:

– позволяет выявить основные источники притока и направления оттока денежных средств;

– дает возможность формулировать оперативные выводы относительно достаточности средств для платежей по текущим обязательствам;

– устанавливает взаимосвязь между реализацией и денежной выручкой за отчетный период.

Косвенный метод основан на анализе статей бухгалтерского баланса и отчета о финансовых результатах:

– позволяет выявить взаимосвязь между разными видами деятельности организации;

– устанавливает взаимосвязь между чистой прибылью и изменениями в активах организации за отчетный период.

Основным источником информации для анализа текущего состояния денежных потоков организации является «Отчет о движении денежных средств» (форма № 4).

Так, на основе проведенного анализа дается квалифицированное суждение о текущем состоянии денежных потоков организации.

Этап 2. Планирование состояния денежных потоков организации в краткосрочном и долгосрочном периоде начинается с постановки цели и задач управления денежными потоками организации (рис. 2.10).

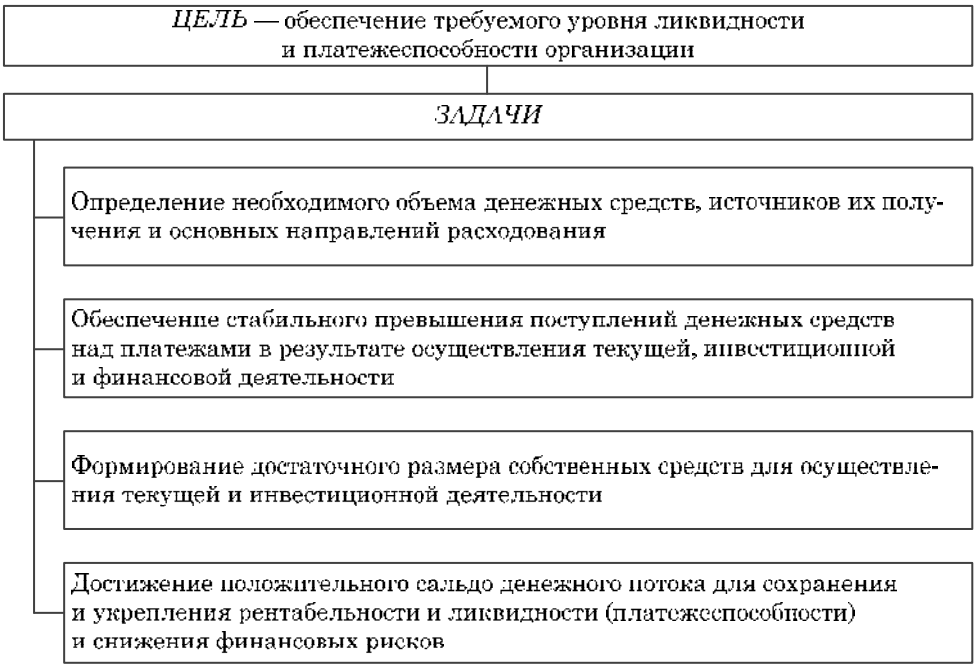

Рис. 2.10. Цель и задачи управления денежными потоками организации

Далее осуществляется планирование состояния денежных потоков организации в следующем порядке:

1) планирование денежных потоков на предстоящий финансовый год по форме № 4 (табл. 2.9);

Таблица 2.9

План по движению денежных средств на 20___ г.

№ п/п	Показатель	Сумма, тыс. р.
	Денежные потоки от текущих операций	
1	Поступления — всего, в том числе:	
1.2	от продажи продукции, товаров, работ и услуг	
1.3	от арендных платежей, лицензионных платежей, роялти, комиссионных и иных аналогичных платежей	
1.4	от перепродажи финансовых вложений	
1.5	прочие поступления	
2	Платежи — всего, в том числе:	
2.1	поставщикам (подрядчикам) за сырье, материалы, работы, услуги	
2.2	в связи с оплатой труда работников	
2.3	процентов по долговым обязательствам	
2.4	налог на прибыль	
2.5	прочие платежи	
3	*Сальдо денежных потоков от текущих операций*	
	Денежные потоки от инвестиционных операций	
4	Поступления — всего, в том числе:	
4.1	от продажи внеоборотных активов (кроме финансовых вложений)	
4.2	от продажи акций других организаций (долей участия)	
4.3	от возврата предоставленных займов, от продажи долговых ценных бумаг (прав требования денежных средств к другим лицам)	
4.4	дивидендов, процентов по долговым финансовым вложениям и аналогичных поступлений от долевого участия в других организациях	
4.5	прочие поступления	
5	Платежи — всего, в том числе:	
5.1	в связи с приобретением, созданием, модернизацией, реконструкцией и подготовкой к использованию внеоборотных активов	
5.2	в связи с приобретением акций других организаций (долей участия)	
5.3	в связи с приобретением долговых ценных бумаг (прав требования денежных средств к другим лицам), предоставление займов другим лицам	
5.4	процентов по долговым обязательствам, включаемым в стоимость инвестиционного актива	
5.5	прочие платежи	
6	*Сальдо денежных потоков от инвестиционных операций*	
	Денежные потоки от финансовых операций	
7	Поступления — всего, в том числе:	
7.1	получение кредитов и займов	
7.2	денежные вклады собственников (участников)	

Окончание табл. 2.9

№ п/п	Показатель	Сумма, тыс. р.
7.3	от выпуска акций, увеличения долей участия	
7.4	от выпуска облигаций, векселей и других долговых ценных бумаг и др.	
7.5	прочие поступления	
8	Платежи — всего, в том числе:	
8.1	собственникам (участникам) в связи с выкупом у них акций (долей участия) организации или их выходом из состава участников	
8.2	на уплату дивидендов и иных платежей по распределению прибыли в пользу собственников (участников)	
8.3	в связи с погашением (выкупом) векселей и других долговых ценных бумаг, возврат кредитов и займов	
8.4	прочие платежи	
9	*Сальдо денежных потоков от финансовых операций*	
10	*Сальдо денежных потоков на плановый период*	

2) составление бюджета движения денежных средств (БДДС);

3) планирование ликвидности и платежеспособности организации (см. табл. 2.8) с учетом соблюдения принципов реализуемой финансовой политики и финансовой стратегии организации, а также воздействия внешний факторов.

Этап 3. Регулирование состояния денежных потоков организации с учетом влияния внешних и внутренних факторов. Осуществляется внедрение принятых мероприятий по улучшению состояния денежных потоков организации. Возможный перечень направлений повышения эффективности управления денежными потоками представлен на рис. 2.11.

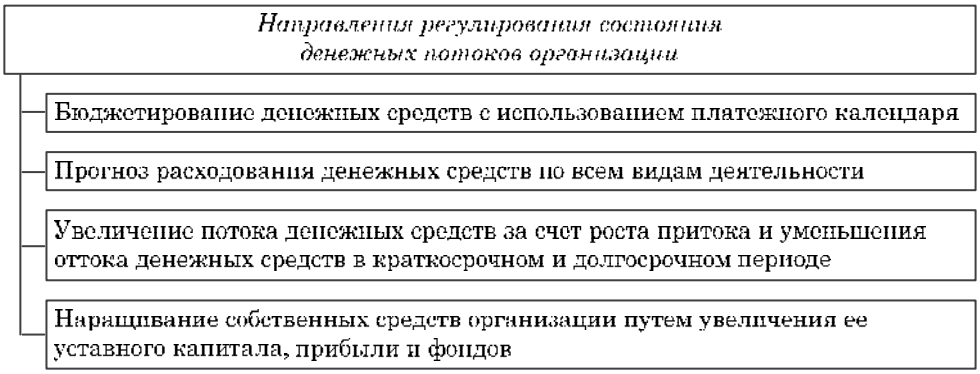

Рис. 2.11. Направления регулирования состояния денежных потоков организации

Выработанная программа действий по регулированию состояния денежных потоков организации создаст условия для последующего мониторинга и принятия корректирующих решений.

Этап 4. Контроль достижения планового состояния денежных потоков организации и корректировка управленческих решений. Проводится проверка наличия отклонений фактических показателей состояния денежных потоков организации от плановых. При условии отклонений необходимо определить их характер — являются они случайными или регулярными. Кроме того, выявляются причины возникновения отклонений с учетом воздействия изменяющейся внутренней и внешней среды. При необходимости вносятся изменения в ранее принятые управленческие решения по регулированию состояния денежных потоков организации.

Управление денежными потоками организации считается эффективным при условии обеспечения:

– достаточного объема поступлений и выплат от текущей, инвестиционной и финансовой деятельности;

– положительного результирующего денежного потока за отчетный период;

– требуемого уровня ее ликвидности и платежеспособности.

Вопросы для самопроверки

1. Дайте характеристику денежным потокам организации.
2. Как соотносятся понятия «ликвидность» и «платежеспособность»?
3. Какая форма бухгалтерской (финансовой) отчетности содержит информацию о состоянии денежных потоков организации?
4. Какие показатели характеризуют состояние ликвидности и платежеспособности организации?
5. Назовите основания для признания структуры баланса организации удовлетворительной.

Литература по теме

Денежное хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. 464 с.

Лукасевич И. Я. Управление денежными потоками: учебник. 1-е изд. М.: Вузовский учебник, 2020. 184 с.

Пионткевич Н. С. Система управления финансами хозяйствующего субъекта // Фундаментальные исследования. 2016. № 2-3. С. 604–608.
Пионткевич Н. С. Теория и методология управления денежными потоками организации // Экономические и гуманитарные науки. 2015. № 7 (282). С. 105–115.
Пионткевич Н. С. Теория и методология формирования денежного капитала организаций в условиях циклического развития экономики: монография. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2014. 196 с.
Пионткевич Н. С. Управление денежным капиталом организации: теория и методология // Вестник УрФУ. Серия: Экономика и управление. 2015. № 1. С. 162–177.
Пионткевич Н. С. Управление финансами хозяйствующего субъекта и финансовыми рисками: монография. Екатеринбург: АМБ, 2015. 252 с.
Шатковская Н. С., Шатковская Е. Г., Веретенникова О. Б. Денежный капитал организации как экономическая категория, ее функции и роль в общественном воспроизводстве // Финансы и кредит. 2013. № 2. С. 14–18.

Основные термины

Финансы — система денежных отношений экономического субъекта, возникающая в процессе его производственно-хозяйственной деятельности по поводу формирования и использования денежных средств для производства товаров и услуг, построенная на взаимоотношениях с государством в рамках возложенных на него функций.

Юридическое лицо — организация, которая имеет обособленное имущество и отвечает им по своим обязательствам, может от своего имени приобретать и осуществлять гражданские права и нести гражданские обязанности, быть истцом и ответчиком в суде.

Денежное хозяйство организации — система денежных отношений по формированию и использованию денежного капитала и потоков денежных средств для осуществления производственной и инвестиционной деятельности с целью укрепления конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности бизнеса.

Финансы организации (предприятия) — система денежных отношений по поводу формирования и использования организацией денежного капитала (фондов) для осуществления предпринимательской деятельности, т. е. в целях извлечения прибыли и выполнения возникающих обязательств.

Формирование денежных средств (фондов) организации — планомерное привлечение денежных средств для долго-, средне- и краткосрочных вложений, т. е. поиск их источников.

Использование денежных средств (фондов) организации — инвестирование денежных средств в основной капитал и вложение в оборотный капитал, достаточные для обеспечения потребностей организации.

Финансирование — готовность осуществить за счет финансовых ресурсов какой-либо вид хозяйственной деятельности.

Денежный капитал — денежные средства, привлекаемые организацией с рынка денежного капитала, из бюджета, а также создаваемые самой организацией, за счет которых формируется имущество необходимое для ведения предпринимательской деятельности.

Финансовые ресурсы организации — совокупность источников финансирования, сформированных за счет собственных, привлеченных и заемных средств и необходимых для осуществления простого и расширенного воспроизводства.

Денежные потоки организации — реальное движение денежных средств, обслуживающее текущие, инвестиционные и финансовые операции организации за отчетный период.

3 Основной капитал корпорации: особенности формирования и управления

3.1. Сущность и структура основного капитала корпорации

Основной капитал является денежным выражением величины внеоборотных активов организации, участвует в основной и инвестиционной деятельности, формирует долгосрочную часть активов. Элементы основного капитала организации изображены на рис. 3.1.

Рис. 3.1. Состав основного капитала организации

В зависимости от особенностей технологии и производства, отраслевой принадлежности, финансовых возможностей, а также принципов производственной и финансовой политик состав и структура основного капитала организации будут различаться.

Действующее амортизируемое имущество, составляющее значительную долю в реальном основном капитале, подразделяется на активную и пассивную части в зависимости от интенсивности использования в производственном процессе и срока полезного использования.

Так, активная часть действующего амортизируемого имущества состоит из активов с небольшим сроком полезного использования (машины, оборудование, передаточные устройства, транспортные средства и т. п.). Пассивная часть основных фондов включает стоимость зданий, сооружений и земельных участков, недр, содержащих полезные ископаемые, лесных массивов, водных угодий и т. п. Кроме того, основные фонды можно подразделить на основные фонды производственного и непроизводственного назначения в зависимости от степени их участия в процессе производства.

Выделяют следующие виды стоимости основных фондов организации в бухгалтерском учете:

– *первоначальная стоимость* — стоимость фактически произведенных затрат на приобретение, сооружение и изготовление (за исключением налога на добавленную стоимость и иных возмещаемых налогов), а также фактических затрат на доставку объектов и приведение их в состояние пригодное для использования. Изменение первоначальной стоимости основных фондов допускается в случаях достройки, дооборудования, реконструкции, частичной ликвидации и переоценки объектов основных фондов;

– *текущая (восстановительная) стоимость* — стоимость объекта основных фондов в период его эксплуатации с учетом изменения рыночных цен, модернизации, обновления и прочих факторов, влияющих на потребительские качества объекта. Переоценка группы однородных объектов основных фондов по текущей (восстановительной) стоимости осуществляется не чаще одного раза в год (на начало отчетного года) путем индексации или прямого переноса по документально подтвержденным рыночным ценам. Сумма дооценки (уценки) объекта основных средств в результате переоценки отражается в добавочном капитале организации, при выбытии объекта основных фондов сумма дооценки переносится из добавочного капитала организации в нераспределенную прибыль;

– *остаточная стоимость* — разница между первоначальной стоимостью и суммой начисленного износа (амортизации).

Помимо действующего амортизируемого имущества в состав реального основного капитала включается часть активов, находящихся в незавершенной стадии, т. е. не введенная в эксплуатацию. К таким активам относятся *незавершенные затраты на строительство* (расходы по незавершенному строительству организации) и *незавершенные затраты на приобретение готовых объектов имущества*.

Следующий элемент активов в составе основного капитала организации — нематериальные активы (рис. 3.2).

Виды нематериальных активов

- Исключительное право патентообладателя на изобретение, промышленный образец, полезную модель
- Исключительное авторское право на программы для ЭВМ, базы данных
- Имущественное право автора или иного правообладателя на топологии интегральных микросхем
- Исключительное право владельца на товарный знак и знак обслуживания, наименование места происхождения товаров
- Исключительное право патентообладателя на селекционные достижения

Признаки нематериальных активов

- Отсутствие материально-вещественной (физической) структуры
- Возможность идентификации (выделения, отделения) от другого имущества
- Использование в производстве продукции, при выполнении работ или оказании услуг либо для управленческих нужд
- Использование в течение длительного времени, т. е. свыше 12 мес., или обычного операционного цикла, если он превышает 12 мес.
- Не предполагается дальнейшая перепродажа данного имущества
- Способность приносить экономические выгоды (доход) в будущем
- Наличие надлежаще оформленных документов, подтверждающих существование самого актива и исключительного права у организации на результаты интеллектуальной деятельности (приобретения) патента, товарного знака

Рис. 3.2. Характеристика нематериальных активов организации[1]

В составе нематериальных активов учитываются также деловая репутация и организационные расходы организации, связанные с образованием юридического лица, признанные в соответствии с учредительными документами частью вклада участников (учредителей) в уставный (складочный) капитал.

[1] Сост. по: *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 149.

Нематериальные активы имеют первоначальную и остаточную стоимость, переоценка стоимости нематериальных активов не производится, кроме случаев, установленных законом.

Первоначальная стоимость нематериальных активов — это:

– сумма фактических расходов на приобретение за исключением налога на добавленную стоимость и иных возмещаемых налогов (для нематериальных активов, приобретенных за плату). При возникновении дополнительных расходов на приведение приобретаемых нематериальных активов в состояние пригодное к использованию эти расходы увеличивают стоимость нематериальных активов;

– сумма фактических расходов на создание, изготовление за исключением налога на добавленную стоимость и иных возмещаемых налогов (для нематериальных активов, созданных самой организацией);

– рыночная стоимость нематериальных активов на дату принятия к бухгалтерскому учету (для нематериальных активов, полученных по договору дарения (безвозмездно)).

Остаточная стоимость нематериальных активов определяется путем уменьшения первоначальной стоимости на сумму начисленного износа (амортизации).

Вопросы для самопроверки

1. Дайте характеристику структуре основного капитала корпорации.
2. По какой стоимости основные фонды и нематериальные активы отражаются в балансе организаций?
3. Какие существуют виды стоимости основного капитала?
4. Как соотносятся понятия «основной капитал» и «основные фонды»?
5. Что входит в состав долгосрочных финансовых вложений?

3.2. Источники финансирования основного капитала корпорации

Источники воспроизводства основного капитала, т. е. источники финансирования инвестиционной деятельности, должны быть долгосрочными и способными в стратегическом плане удовлетворять инвестиционные потребности организации (рис. 3.3).

Рис. 3.3. Источники финансирования основного капитала организации[1]

Первая группа источников воспроизводства основного капитала организации включает собственные средства.

1.1. *Финансирование за счет средств уставного капитала* является первоначальным источником средств, доступным для вновь создаваемой организации, либо организации акционерного типа, осуществляющей дополнительную эмиссию акций.

1.2. *Амортизация* выступает собственным источником финансирования основных фондов и нематериальных активов.

Различают сумму амортизации и норму амортизации. *Сумма амортизационных отчислений* за определенный период времени (год, квартал, месяц) представляет собой денежную величину износа основных фондов. Сумма амортизационных отчислений, накопленная к концу срока службы основных фондов, должна соответствовать их первоначальной стоимости. Однако в связи с ростом цен, вызванным инфляцией, этой суммы может быть недостаточно для приобретения новых основных фондов с теми же характеристиками.

Величина амортизационных отчислений определяется исходя из норм амортизации. *Норма амортизации* — это установленный размер амортизационных отчислений на полное восстановление за

[1] Сост. по: *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 150–155.

определенный период времени по конкретному виду основных фондов, выраженный в процентах к их балансовой стоимости.

При начислении амортизации применяется два подхода — для налогового учета и отчетности и для управленческого учета и отчетности.

Исчисление амортизации для налогового учета регулируется гл. 25 ч. II Налогового кодекса РФ. В соответствии с этим документом амортизируемым признается имущество со сроком полезного использования более 12 мес. и первоначальной стоимостью 100 000 р.

Амортизируемые основные фонды делятся на 10 амортизационных групп в зависимости от срока полезного использования (табл. 3.1).

Таблица 3.1

Амортизационные группы основных фондов для налогового учета

Группа	Срок полезного использования
1	От 1 до 2 лет включительно
2	Свыше 2 до 3 лет включительно
3	Свыше 3 до 5 лет включительно
4	Свыше 5 до 7 лет включительно
5	Свыше 7 до 10 лет включительно
6	Свыше 10 до 15 лет включительно
7	Свыше 15 до 20 лет включительно
8	Свыше 20 до 25 лет включительно
9	Свыше 25 до 30 лет включительно
10	Свыше 30 лет

Примечание. Сост. по: *Налоговый* кодекс РФ. Ч. II, ст. 258.

Классификация основных фондов, включаемых в определенную амортизационную группу, утверждена постановлением Правительства РФ от 1 января 2002 г. № 1 «О классификации основных средств, включаемых в амортизационные группы». Для тех видов основных средств, которые не указаны в амортизационных группах, срок полезного использования устанавливается налогоплательщиком в соответствии с техническими условиями или рекомендациями организаций-изготовителей.

В целях налогообложения выделяют линейный и нелинейный методы начисления амортизации.

Начисление амортизации по вводимому в эксплуатацию объекту начинается с 1-го числа, следующего за месяцем, в котором этот объект был введен в эксплуатацию. По объекту, выбывающему из эксплуатации, амортизация прекращает начисляться с 1-го числа месяца, следующего за месяцем, когда объект выбыл из состава амортизируемого имущества налогоплательщика по любым основаниям.

Налогоплательщик применяет линейный метод начисления амортизации к зданиям, передаточным устройства, входящим

в 8–10-ю амортизационные группы, независимо от сроков их ввода в эксплуатацию. К остальным основным фондам можно применять один из указанных методов по выбору. Выбранный метод нельзя изменять в течение всего периода начисления амортизации.

Начисление амортизации осуществляется в соответствии с нормой, определяемой исходя из срока полезного использования амортизируемого имущества.

При *линейном методе* норма амортизации по каждому объекту амортизируемого имущества определяется как

$$K = \frac{1}{n} \times 100\ \%, \tag{3.1}$$

где K — норма амортизации, % к первоначальной (восстановительной) стоимости объекта амортизируемого имущества; n — срок полезного использования имущества, мес.

При этом сумма начисленной за один месяц амортизации определяется как произведение его первоначальной (восстановительной) стоимости и нормы амортизации по данному объекту.

При *нелинейном методе* норма амортизации рассчитывается как

$$K = \frac{2}{n} \times 100\ \%, \tag{3.2}$$

где K — норма амортизации, % к остаточной стоимости объекта амортизируемого имущества.

При нелинейном методе сумма начисленной за один месяц амортизации определяется как произведение остаточной стоимости и нормы амортизации по данному объекту. При этом с месяца, следующего за месяцем, в котором остаточная стоимость объекта амортизируемого имущества достигнет 20 % от первоначальной (восстановительной) стоимости, амортизация начисляется в особом порядке. Остаточная стоимость объекта амортизируемого имущества в целях начисления амортизации фиксируется как его базовая стоимость для дальнейших расчетов. Сумма начисляемой за один месяц амортизации в отношении данного объекта определяется путем деления базовой стоимости на количество месяцев, оставшихся до окончания срока полезного использования данного объекта.

В законодательстве оговорены особенности начисления амортизации, если основные фонды работают в условиях агрессивной среды, повышенной сменности, являются предметом договора финансовой аренды (лизинга) и т. п. Законодательство допускает замедленную амортизацию.

Исчисление амортизации в целях управленческого учета необходимо для принятия управленческих решений при определении стоимости основных фондов в случае их продажи ранее истечения срока амортизации.

В целях управленческого учета амортизация может быть начислена одним из следующих способов:

– линейным;

– уменьшаемого остатка;

– списания стоимости по сумме чисел лет срока полезного использования;

– списания стоимости пропорционально объему продукции (работ, услуг).

Линейный метод и метод уменьшаемого остатка (нелинейный) рассмотрены выше в рамках вопроса исчисления амортизации для налогового учета.

При способе *списания стоимости по сумме чисел лет полезного использования* годовая сумма амортизации исчисляется исходя из первоначальной стоимости или текущей (восстановительной) стоимости объекта основных фондов и соотношения, в числителе которого — число лет, остающихся до конца срока полезного использования объекта, а в знаменателе — сумма чисел лет срока полезного использования объекта. Амортизация при этом начисляется ежемесячно и равномерно, даже если производство носит сезонный характер.

При способе *списания стоимости пропорционально объему продукции (работ)* начисление амортизации производится исходя из натурального показателя объема продукции (работ) в отчетном периоде и соотношения первоначальной стоимости объекта основных фондов и предполагаемого объема продукции (работ) за весь срок полезного использования амортизируемого объекта.

Срок полезного использования объекта амортизируемого имущества определяется организацией самостоятельно при принятии имущества к бухгалтерскому учету, но в пределах сроков, установленных для конкретной амортизационной группы, исходя из:

– ожидаемого срока использования имущества в соответствии с ожидаемой производительностью и мощностью;

– ожидаемого физического износа, зависящего от режима эксплуатации (количества смен), естественных условий и влияния агрессивной среды, системы проведения ремонта;

– нормативно-правовых и других ограничений использования объектов (например, срок аренды).

В случае улучшения (повышения) первоначально принятых нормативных показателей функционирования объекта основных фондов в результате проведенной реконструкции или модернизации срок полезного использования пересматривается.

Помимо основных фондов в деятельности организации в течение длительного периода используются нематериальные активы, подверженные амортизации.

Для налогового учета срок их полезного использования обусловлен сроком действия патента, свидетельства и (или) других сроков в соответствии с законодательством РФ или законодательством иностранного государства, а также соответствующими договорами.

По нематериальным активам, по которым невозможно определить срок полезного использования, норма амортизации устанавливается из расчета на 10 лет (но не более срока деятельности налогоплательщика). При этом амортизация нематериальных активов для налогового учета рассчитывается, как и по основным фондам, на основе линейного или нелинейного метода.

В *целях управленческого учета*[1] определение срока полезного использования нематериальных активов производится исходя из срока действия патента, свидетельства и других ограничений сроков согласно законодательству РФ, а также ожидаемого срока использования объекта, в течение которого организация может получать экономические выгоды (доход).

Для отдельных групп нематериальных активов срок полезного использования определяется исходя из количества продукции или иного натурального показателя объема работ, ожидаемого к получению в результате использования этого объекта.

По нематериальным объектам, по которым невозможно определить срок полезного использования, нормы амортизации устанавливаются в расчете на 20 лет (но не более срока деятельности организации).

---

[1] *Положение* по бухгалтерскому учету «Учет нематериальных активов» (ПБУ 14/2000).

Амортизация нематериальных активов начисляется тремя способами:

– линейным;

– нелинейным;

– списания стоимости пропорционально объему продукции (работ).

Определение суммы амортизационных отчислений по нематериальным активам указанными способами аналогично расчетам соответствующим способом по основным фондам.

Порядок начисления амортизации по вводимым и выбывающим нематериальным активам также аналогичен порядку по основным фондам.

1.3. *Часть чистой прибыли, остающаяся в распоряжении организации*, является полноценным источником воспроизводства основного капитала, возникающим после уплаты налога на прибыль и погашения всех необходимых обязательств. Полученная чистая прибыль в распоряжении организации по решению управляющего органа может полностью или частично расходоваться на приобретение оборудования, капитальное строительство и пр.

1.4. *Средства фонда накопления*, сформированного за счет чистой прибыли, используются на следующие направления:

– создание и приобретение основных средств, включая капитальное строительство в форме нового строительства, реконструкции, расширения и технического перевооружения действующих организаций как имущественного комплекса, направленное на производство продукции;

– другие работы капитального характера;

– приобретение зданий, сооружений, оборудования, транспортных средств и других отдельных объектов (или их частей) основных средств, оборудования и т. п.;

– приобретение и (или) создание объектов нематериальных активов, а также их улучшение и т. д.

Вторая группа источников воспроизводства основного капитала организации включает привлеченные средства.

2.1. *Бюджетные ассигнования* предоставляются на безвозмездной и безвозвратной основе в форме целевого финансирования и включают:

– меры инвестиционного стимулирования, в том числе применение государственно-частного партнерства и инвестиционные льготы;

– субсидирование технического перевооружения;

– субсидии на покрытие процентных ставок по кредиту на инвестиционные цели;

– субсидии по научно-исследовательской и опытно-конструкторской работе и пр.

Бюджетными ассигнованиями имеют право воспользоваться организации государственной и муниципальной формы собственности, а также организации, участвующие в различных государственных программах поддержки.

2.2. *Средства иностранных инвесторов* являются привлеченными источниками финансирования, при этом финансовый интерес инвестора, как правило, фиксируется в процентном отношении к прибыли организации, полученной в процессе реализации инвестиционного проекта.

2.3. *Средства, привлекаемые на условиях совместной деятельности*, также выступают привлеченными денежными ресурсами организации. Условия привлечения подобных денежных средств зависят от особенностей реализации совместной деятельности.

Третья группа источников воспроизводства основного капитала организации включает заемные средства.

3.1. *Долгосрочное банковское кредитование* предполагает банковское финансирование на срок свыше 1 года, при этом организация-заемщик должна, с одной стороны, удовлетворять требованиям кредитора по оценке кредитоспособности, с другой — оценить доступность и целесообразность привлечения долгосрочных кредитов в свое хозяйство.

3.2. *Лизинговое финансирование* выступает разновидностью долгосрочного кредитования крупных сделок под приобретение дорогостоящего имущества. Согласно законодательству под лизингом понимается совокупность экономических и правовых отношений, возникающих в связи с реализацией договора лизинга, в том числе с приобретением предмета лизинга. В соответствии с договором лизингодатель обязуется приобрести в собственность указанное лизингополучателем имущество у определенного им продавца и предоставить лизингополучателю это имущество за плату во временное владение и пользование. В качестве предмета лизинга могут выступать любые непотребляемые вещи, в том числе организации и иные имущественные комплексы, здания, сооружения, оборудование, транспортные средства и другое движимое и недвижимое имущество, которое может использоваться для предпринимательской деятельности.

3.3. *Облигационные займы (облигации)* согласно Гражданскому кодексу РФ признаются ценными бумагами, удостоверяющими право их держателя на получение от лица, выпустившего облигации, номинальной стоимости облигаций или иного имущественного эквивалента в предусмотренный ими срок.

3.4. *Займы у других хозяйствующих субъектов* являются заемным источником финансирования, отражающим отношения между кредитором и заемщиком. Временно свободные денежные ресурсы одних хозяйствующих субъектов посредством движения ссуженной стоимости перетекают к другим субъектам хозяйствования, испытывающим потребности в дополнительном финансировании своей деятельности.

Вопросы для самопроверки

1. Назовите способы исчисления амортизации в организациях.
2. Охарактеризуйте структуру собственных источников воспроизводства основного капитала организации.
3. На каких условиях выдаются организациям долгосрочные кредиты банков?
4. Каковы порядок и условия получения бюджетных ассигнований?
5. Назовите виды инвестиционного финансирования в компаниях.

3.3. Сущность инвестиций и оценка их эффективности

Для укрепления позиций на рынке и увеличения объемов деятельности организация осуществляет не только простое, но и расширенное воспроизводство. Инвестиционная деятельность призвана увеличить конкурентоспособность организации и ее инвестиционную привлекательность.

Термин «инвестиции» происходит от латинского слова *invest*, что означает «вкладывать». Согласно законодательству инвестициями считаются все виды имущественных и интеллектуальных ценностей, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Инвестиции — это капитальные вложения (реальные инвестиции), направляемые для обеспечения организации факторами производства, а также вложения в приобретение ценных бумаг (портфель-

ные инвестиции), окупающиеся за период более операционного цикла и требующие обязательного экономического обоснования в связи с неопределенностью риска. Иными словами, инвестиции — это совокупность вложений в основной капитал организации и долгосрочных финансовых вложений.

Инвестиционная и текущая деятельность организации имеет существенные различия, в этой связи необходимо разграничить категории «инвестиции» и «расходы (затраты)» (табл. 3.2).

Таблица 3.2

Основные отличия категории «инвестиции» от понятия «расходы (затраты)»

Признак	Инвестиции	Расходы (затраты)
1. Объект	1. Воспроизводство основного капитала (зданий, сооружений, оборудования и т. п.). 2. Осуществление инвестиционного проекта по созданию, модернизации и расширению производства, капитальному ремонту. 3. Покупка нового бизнеса или предприятия и т. п. 4. Приобретение ценных бумаг других предприятий	1. Текущие расходы на воспроизводство оборотных средств (материалов, сырья, запасных частей, тары и т. п.). 2. Текущий ремонт основных фондов. 3. Текущие расходы на освоение природных ресурсов (поиск и оценка месторождения, подготовка территории к ведению горных, строительных и других работ. 4. Текущие расходы на научные исследования и опытно-конструкторские работы. 5. Прочие расходы, связанные с производством и реализацией продукции (расходы на подготовку и переподготовку кадров, расходы по обеспечению нормальных условий труда и техники безопасности и т. п.)
2. Окупаемость	Имеют определенный период окупаемости, величина которого больше операционного цикла	Окупаются, как правило, за один операционный цикл
3. Необходимость обоснования целесообразности вложений	Расчет экономической целесообразности обязателен и осуществляется путем составления бизнес-плана инвестиционного проекта	Специальных расчетов не требуется
4. Обязательность осуществления	По выбору пользователя объекта инвестиций	Обязательно (кроме прочих расходов), так как производственный процесс может прерваться

Окончание табл. 3.2

Признак	Инвестиции	Расходы (затраты)
5. Вид покрываемых потребностей предприятия	Покрывает долгосрочные и среднесрочные потребности предприятия, связанные с решением стратегических и тактических целей	Покрывает текущие потребности предприятия
6. Наличие рисков	Маркетинговый, производственный, финансовый риски и специфический инвестиционный риск (риск неполучения (невозврата) в полном объеме вложенных инвестиций и закалькулированного дохода по ним)	Производственный и финансовый риски
7. Уровень риска	Высокий, средний, низкий в зависимости от условий инвестиций	Вложения безрисковые (риски появляются лишь как сопровождающие бизнес, а не собственно затраты)
8. Механизм вложений	Первоначально идет отвлечение средств из оборота, а через определенный период они возвращаются с прибылью (убытками)	Средства вкладываются в производство. Через операционный цикл они возвращаются с прибылью (убытками)

Примечание. Сост. по: *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 157.

Инвестиции классифицируются по различным признакам (рис. 3.4).

По объектам инвестиции подразделяются на реальные (вложения в основной капитал, включая приобретение и (или) строительство здания, техники, технологии) и финансовые (вложения в уставный капитал других организаций, приобретение государственных и корпоративных ценных бумаг).

По направлениям инвестиции могут проводиться в сооружение объекта; замену устаревшего оборудования (простое воспроизводство); на научные исследования; на расширение производства (расширенное воспроизводство); на приобретение ценных бумаг других организаций с целью получения в дальнейшем дополнительных доходов, в том числе дивидендов.

По уровню целей инвестиции делятся на стратегические (покупка оборудования, нового бизнеса) и тактические (замена оборудования, капитальный ремонт).

По виду инвестиционного товара инвестиции осуществляются в имущество, имущественные права, в акции, облигации и т. п.

Рис. 3.4. Классификация инвестиций[1]

По субъектам инвестирования можно выделить частные инвестиции, реализуемые юридическими и физическими лицами, рези-

[1] *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 159.

дентами и нерезидентами; государственные инвестиции, проводимые правительством какой-либо страны за счет средств государственного бюджета; инвестиции международных валютно-кредитных и финансовых институтов.

По источникам финансирования инвестиции могут быть за счет собственных средств (чистой прибыли, амортизации и т. п.); заемных средств (долгосрочных кредитов, лизинга); привлеченных средств (на условиях совместной деятельности с другими организациями и т. п.).

По статусу инвестора различают национальные, межгосударственные и международные инвестиции.

По продолжительности использования инвестиции традиционно делятся на кратко-, средне- и долгосрочные.

По хронологии инвестиции делятся на начальные (на создание организации или сооружение нового объекта) и пролонгированные (на поддержание уровня технической оснащенности организации).

По уровню риска инвестиции подразделяются на венчурные (с высоким риском, вкладываемые, например, в создание наукоемких высоких технологий); со средним и низким риском; безрисковые (приносящие стабильный доход и не подверженные влиянию факторов на макро- и микроуровнях).

С целью эффективной организации инвестиционной деятельности необходимо осуществлять управление основным капиталом по следующему алгоритму (рис. 3.5).

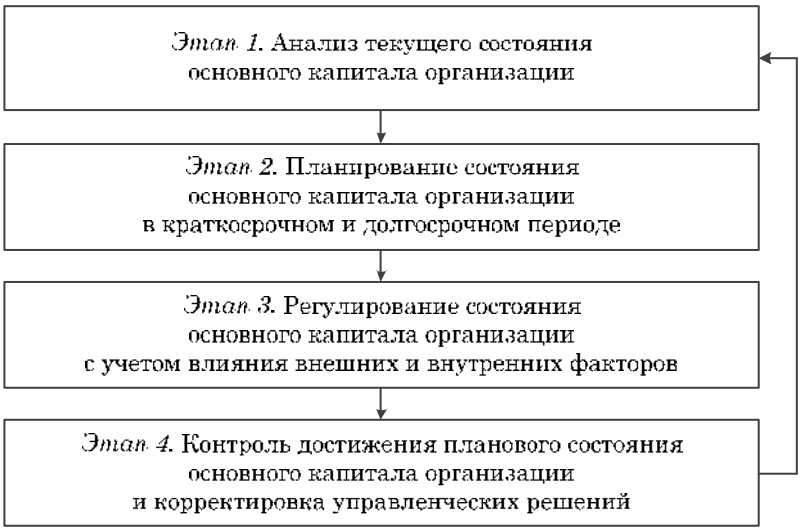

Рис. 3.5. Алгоритм управления основным капиталом организации

Этап 1. Анализ текущего состояния основного капитала организации включает:

– анализ динамики и структуры элементов основного капитала;

– анализ показателей эффективности инвестиционной деятельности (табл. 3.3);

– анализ показателей эффективности управления основным капиталом (табл. 3.4).

Таблица 3.3

Показатели эффективности инвестиционной деятельности организации

Показатель	Формула расчета	Пояснение
Статические методы оценки эффективности инвестиций		
Статическая рентабельность по проекту $R_С$	$R_С = \frac{\overline{П}}{\overline{К_И}} \times 100\ \%$	$\overline{П}$ — среднегодовая прибыль, полученная на инвестированный капитал; $\overline{К_И}$ — средний инвестированный в проект капитал
Срок окупаемости по проекту О	$О = \frac{К_И}{\overline{В_К}}$	$К_И$ — инвестированный в проект капитал; $\overline{В_К}$ — средняя сумма возврата капитала
Динамические методы оценки эффективности инвестиций		
Приведенная чистая стоимость *NPV*	$NPV = -I_0 + \sum_{t=1}^{n}(Ke_t - Ka_t) \times q_t$	I_0 — первоначальная стоимость инвестиций; Ke_t; Ka_t — соответственно поступления и выплаты в период t; n — количество периодов инвестирования (срок реализации инвестиционного проекта); q_t — множитель дисконтирования в период t
Множитель дисконтирования q_t	$q_t = \frac{1}{(1+i)^t} = (1+i)^{-t}$	i — калькулируемая ставка дисконтирования, включающая безрисковую ставку процента, а также калькулируемые маркетинговый, производственный и финансовые риски
Внутренняя норма доходности *IRR* (метод определения)	$O = -I_0 + \sum_{t=1}^{n}(Ke_t - Ka_t) \times \frac{1}{(1+IRR)^t}$	Инвестиции выгодны, если ставка дисконтирования i будет ниже или равна внутренней норме доходности *IRR*

Окончание табл. 3.3

Показатель	Формула расчета	Пояснение
Аннуитет A	$A = NPV \times FK$	FK — фактор возврата капитала
Фактор возврата капитала	$FK = \frac{i \times (1+i)^n}{(1+i)^n - 1}$	
Динамический срок окупаемости DPP	$DPP = \frac{I_0}{\sum_{t=1}^{n}(Ke_t - Ka_t) \times q_t} \times N$	N — срок эксплуатации объекта инвестирования по нормативу

Примечание. Сост. по: *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 162–164.

Таблица 3.4

Показатели эффективности управления основным капиталом организации

Показатель	Формула расчета	Норма
Оборачиваемость основных средств (фондоотдача)	Выручка / Среднегодовая стоимость основных средств	≥ Среднее значение по отрасли
Фондоемкость	Среднегодовая стоимость основных средств / Выручка	≥ Среднее значение по отрасли
Коэффициент использования производственной мощности	Объем выпущенной продукции / Максимально возможный выпуск продукции за год	≥ Среднее значение по отрасли
Фондорентабельность основных средств	Прибыль до налогообложения / Среднегодовая стоимость основных средств	≥ Среднее значение по отрасли
Рентабельность основного капитала	Чистая прибыль / Основной капитал	≥ Среднее значение по отрасли
Коэффициент обновления основных средств	Стоимость введенных основных средств / Стоимость основных средств на конец года	≥ Среднее значение по отрасли

На основе проведенного анализа дается квалифицированное суждение о текущем состоянии основного капитала организации.

Этап 2. Планирование состояния основного капитала организации в краткосрочном и долгосрочном периоде начинается с постановки цели и задач управления основным капиталом (рис. 3.6).

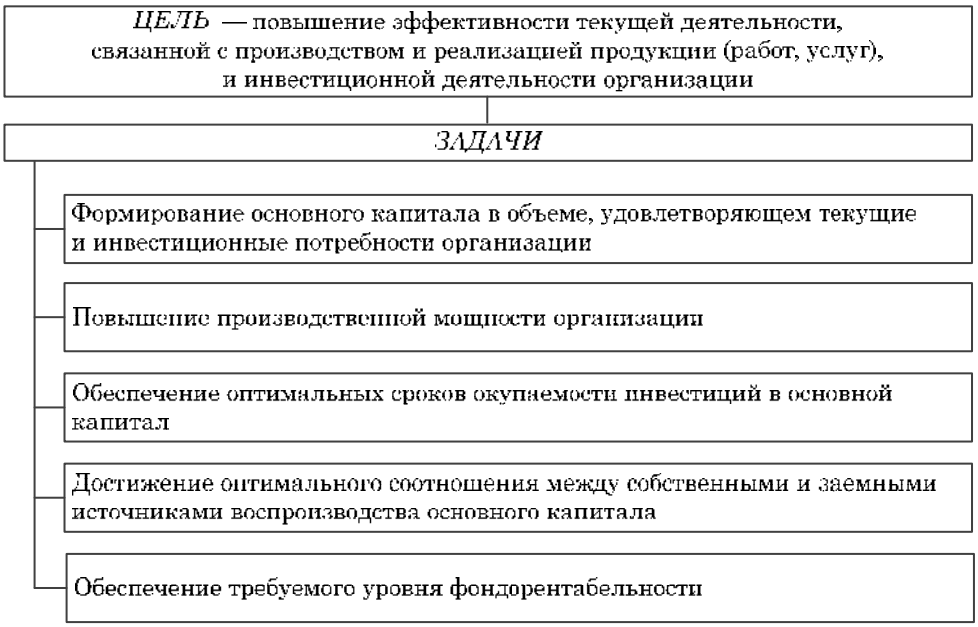

Рис. 3.6. Цель и задачи управления основным капиталом организации

Далее осуществляется планирование состояния основного капитала организации в следующем порядке:

1) планирование балансовых значений по основному капиталу (табл. 3.5);

Таблица 3.5

План по основному капиталу на 20___ г.

№ п/п	Показатель	Сумма, тыс. р.
1	Нематериальные активы	
2	Результаты исследований и разработок	
3	Нематериальные поисковые активы	
4	Основные средства	
5	Доходные вложения в материальные ценности	
6	Финансовые вложения	
7	Отложенные налоговые активы	
8	Прочие внеоборотные активы	
9	*Итого (стр. 1 + … + стр. 8)*	

2) планирование ключевых показателей состояния основного капитала (см. табл. 3.4) с учетом соблюдения принципов реализуемой

финансовой политики и финансовой стратегии организации, а также воздействия внешний факторов.

Этап 3. Регулирование состояния основного капитала организации с учетом влияния внешних и внутренних факторов. Осуществляется внедрение принятых мероприятий по улучшению состояния основного капитала организации. Возможный перечень направлений повышения эффективности управления основным капиталом представлен на рис. 3.7.

Направления регулирования состояния основного капитала

- Удовлетворение потребности в реальном основном капитале и нематериальных активах
- Улучшение структуры основных фондов за счет увеличения доли высокотехнологичных машин и оборудования
- Достижение оптимального соотношения между источниками воспроизводства основного капитала
- Своевременное обновление основного капитала для обеспечения конкурентоспособности организации
- Снижение доли непрофильных активов на балансе организации
- Проведение текущего мониторинга инвестиционной деятельности с целью повышения эффективности и предупреждения возможных рисков

Рис. 3.7. Направления регулирования состояния основного капитала организации

Выработанная программа действий по регулированию состояния основного капитала организации создаст условия для его последующего мониторинга и принятия корректирующих решений.

Этап 4. Контроль достижения планового состояния основного капитала организации и корректировка управленческих решений. Проводится проверка наличия отклонений фактических показателей от плановых. При условии наличия отклонений необходимо определить их характер, т. е. являются ли они случайными или регулярными. Кроме того, выявляются причины возникновения отклонений с учетом воздействия изменяющейся внутренней и внешней среды. При необходимости вносятся изменения в ранее принятые управлен-

ческие решения по регулирования состояния основного капитала организации.

Итак, инвестиции в основной капитал организации являются необходимым условием осуществления простого и расширенного воспроизводства, наращивания внутреннего потенциала, повышения эффективности деятельности бизнеса в целом.

Вопросы для самопроверки

1. Охарактеризуйте виды инвестиций в организации.
2. Назовите статические методы расчета рентабельности инвестиций.
3. В чем сущность метода оценки стоимости капитала?
4. Дайте определение термину «дисконтирование» и поясните его применение при расчете рентабельности инвестиций.
5. Назовите показатели оценки эффективности инвестиционной деятельности корпорации.

Литература по теме

Гребенников П. И., Тарасевич Л. С. Корпоративные финансы: учебник и практикум для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2022. 252 с.
Денежное хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. 464 с.
Корпоративные финансы: учеб. пособие для вузов / под общ. ред. Н. И. Берзона. М.: Юрайт, 2022. 212 с.
Леонтьев В. Е., Бочаров В. В., Радковская Н. П. Корпоративные финансы: учеб. для вузов. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2022. 354 с.
Пионткевич Н. С. Теория и методология управления основным капиталом организации // Известия Уральского государственного экономического университета, 2015. № 5. С. 38–43.
Теплова Т. В. Корпоративные финансы: учебник и практикум для акад. бакалавриата: в 2 ч. М.: Юрайт, 2019. Ч. 1. 390 с.; Ч. 2. 270 с.

Основные термины

Основной капитал — денежное выражение величины внеоборотных активов организации; участвует в основной и инвестиционной деятельности, формирует долгосрочную часть активов организации.

Первоначальная стоимость — стоимость фактически произведенных затрат на приобретение, сооружение и изготовление (за исключением налога на добавленную стоимость и иных возмещаемых налогов), а также фактиче-

ских затрат на доставку объектов и приведение их в состояние пригодное для использования.

Текущая (восстановительная) стоимость — стоимость объекта основных фондов в период его эксплуатации с учетом изменения рыночных цен, модернизации, обновления и прочих факторов, влияющих на потребительские качества объекта.

Остаточная стоимость — разница между первоначальной стоимостью и суммой начисленного износа (амортизации).

Сумма амортизационных отчислений за определенный период времени (год, квартал, месяц) — денежная величина износа основных фондов.

Норма амортизации — установленный размер амортизационных отчислений на полное восстановление за определенный период времени по конкретному виду основных фондов, выраженный в процентах к их балансовой стоимости.

Инвестиции — все виды имущественных и интеллектуальных ценностей, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта; капитальные вложения (реальные инвестиции), направляемые для обеспечения организации факторами производства, а также вложения в приобретение ценных бумаг (портфельные инвестиции), окупающиеся за период более операционного цикла и требующие обязательного экономического обоснования в связи с неопределенностью риска; совокупность вложений в основной капитал организации и долгосрочных финансовых вложений.

4 Оборотный капитал корпорации: особенности формирования и управления

4.1. Сущность и структура оборотного капитала корпорации

Оборотный капитал является денежным выражением величины текущих активов организации, участвует в ее производственной и коммерческой деятельности. Элементы оборотного капитала организации показаны на рис. 4.1.

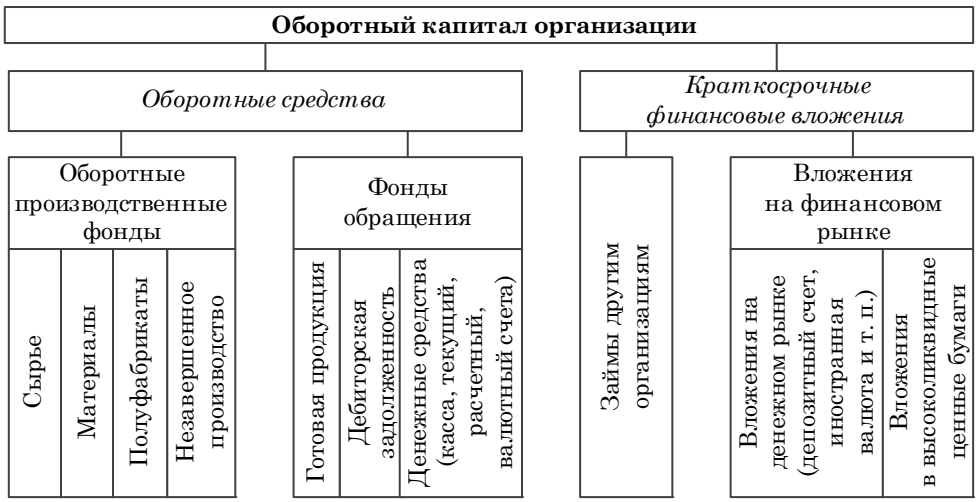

Рис. 4.1. Состав оборотного капитала организации

Оборотный капитал представляет собой часть имущества организации, используемую для обеспечения процесса производства и реализации продукции и для приращения доходов путем вложения в краткосрочные инструменты финансового рынка.

Оборотные средства — это денежное выражение части текущих активов, используемых для текущих операций во время каждого операционного цикла.

Состав и структура элементов оборотного капитала зависят от отраслевой принадлежности и профиля текущей деятельности организации. Так, у производственных организаций, как правило, в структуре оборотного капитала преобладают оборотные производственные фонды и запасы готовой продукции. У торговых организаций наибольший удельный вес в структуре оборотного капитала могут иметь фонды обращения.

При условии наличия свободных денежных средств организация может их размещать на финансовом рынке, формируя при этом дополнительный источник дохода.

Оборотный капитал организации можно классифицировать по различным группам признаков (рис. 4.2).

В зависимости от *объектов вложения* оборотный капитал включает запасы, денежные средства для текущих финансовых операций, дебиторскую задолженность и краткосрочные финансовые вложения.

По *охвату планированием* статьи оборотного капитала делятся на нормируемые и ненормируемые. Норматив — это минимальный плановый размер оборотных средств необходимый для обеспечения непрерывности процесса производства, реализации продукции и управления размерами запасов, формируемый за счет собственных источников. Поскольку оборотные производственные фонды и готовая продукция определяют условия снабжения, производства и сбыта в организации, нормируются именно эти статьи оборотных средств. Все остальные составляющие оборотного капитала не планируются. Однако для целей управления определяется минимальная потребность в денежных средствах, необходимых для текущих финансовых операций, исходя из прогноза платежного оборота в предстоящем периоде и оборачиваемости денежных активов. Эти расчеты производятся с целью определения возможностей отвлечения денежных средств из финансового цикла и осуществления краткосрочных финансовых вложений.

По обслуживанию сфер кругооборота оборотный капитал делится на выступающий в денежной, производительной и товарной форме. В процессе кругооборота капитал проходит три стадии. На первой стадии происходит авансирование денежных средств в сырье, материалы и другие предметы труда необходимые для производства продукции. Капитал из денежной переходит в товарную форму. На

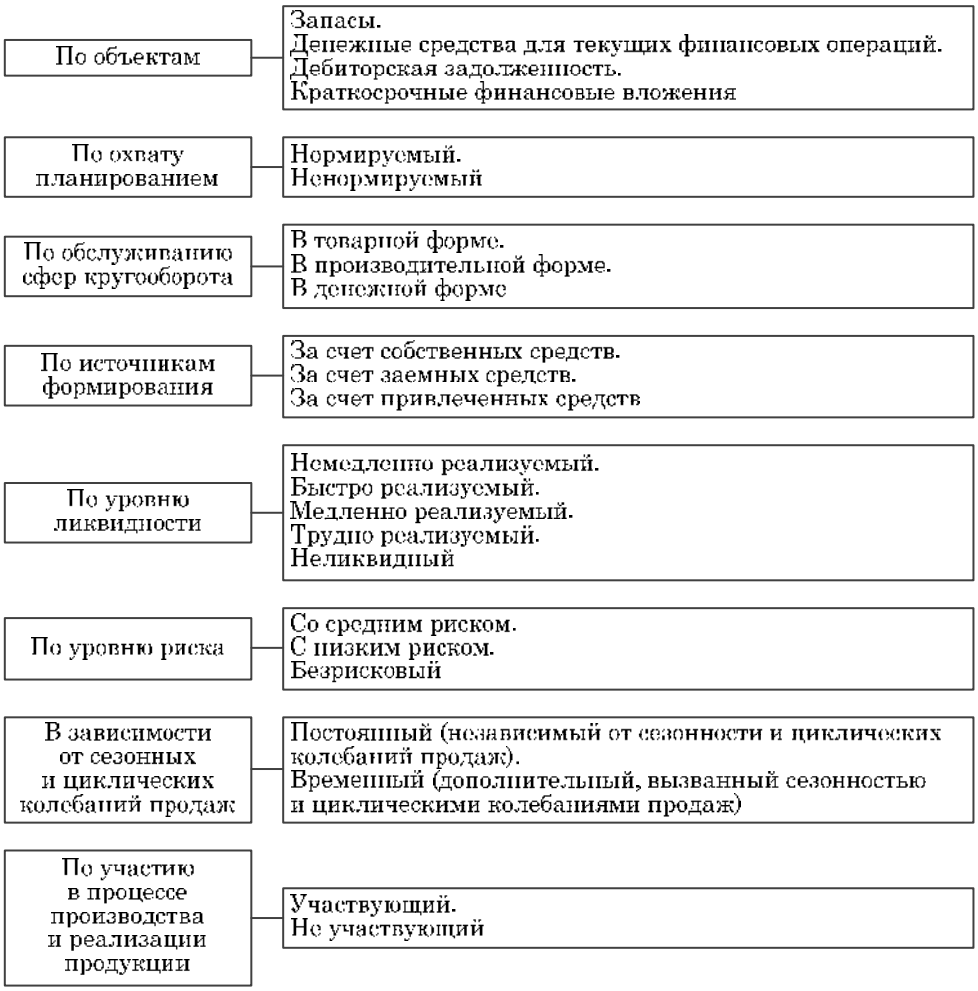

Рис. 4.2. Классификация оборотного капитала организации[1]

второй стадии создается продукт, включающий в себя потребленную и вновь созданную стоимость. На этой стадии капитал из товарной формы, путем воздействия рабочей силы переходит в производительную форму, а затем в новую товарную форму. На третьей стадии кругооборота произведенный товар в процессе реализации превращается в деньги, включающие в себя стоимость первоначально авансированного капитала и прибыль.

[1] *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 170.

В зависимости от *источников формирования* можно выделить оборотный капитал, сформированный за счет собственных, заемных и привлеченных средств. К собственным источникам относится часть чистой прибыли организации; к заемным — краткосрочный кредит банка; к привлеченным — устойчивые пассивы, средства других организаций, используемые на условиях совместной деятельности, и т. п.

Элементы оборотного капитала различаются *по уровню ликвидности*. Так, немедленно реализуемыми считаются все денежные средства, находящиеся на текущем, расчетном, валютном счете и в кассе организации, а также вложения на денежном рынке. К быстро реализуемым относятся, например, вложения в высоколиквидные ценные бумаги, дебиторская задолженность, обеспеченная залогом, поручительством или банковской гарантией и по которой не истек срок исковой давности. Медленно реализуемыми являются производственные запасы. К трудно реализуемым статьям оборотного капитала относятся залежалые запасы сырья и готовой продукции, а неликвидными являются безнадежные долги, т. е. дебиторская задолженность, по которой истек срок исковой давности или обязательство прекращено в связи с банкротством покупателя и его ликвидацией.

Если рассматривать вложения в оборотный капитал с точки зрения *риска*, то безрисковыми можно признать, например, вложения на денежном рынке при условии его стабильности. Дебиторская задолженность в зависимости от условий ее образования может иметь любую степень риска: среднюю, низкую или нулевую. Это зависит от финансового состояния дебитора, условий и форм расчетов.

Также оборотный капитал можно подразделить на постоянный и временный *в зависимости от влияния сезонных и циклических колебаний спроса* на производимую организацией продукцию. Постоянный капитал не зависит от колебаний конъюнктуры рынка, а временный является дополнительным к постоянному и создается под сезонные и циклические колебания продаж.

Кроме того, часть оборотного капитала непосредственно принимает *участие в процессе производства и реализации продукции*, а часть отвлекается из этого процесса. Так, например, без оборотных средств производство и реализация продукции происходить не могут, а краткосрочные финансовые вложения отвлекаются из этого процесса и используются только на финансовом рынке с целью быстрого приращения денежных активов и покрытия тем самым дополнительной потребности производства в них. Таким образом, краткосрочные финансовые вложения выполняют функцию обеспечения приращения денег.

Одной из главных характеристик состояния оборотного капитала является оборачиваемость оборотных средств в процессе производства и реализации продукции.

Общая сумма оборотных средств организации оборачивается в течение *одного операционного цикла*. Часть операционного цикла является финансовым циклом. В нем участвуют только собственные оборотные средства. Продолжительность финансового цикла влияет на потребность организации в источниках финансирования. На рис. 4.3 изображен частный случай формирования операционного цикла без учета различных форм оплаты. Так, авансы за готовую продукцию могут сократить финансовый цикл, а авансовые платежи за сырье, наоборот, его увеличить.

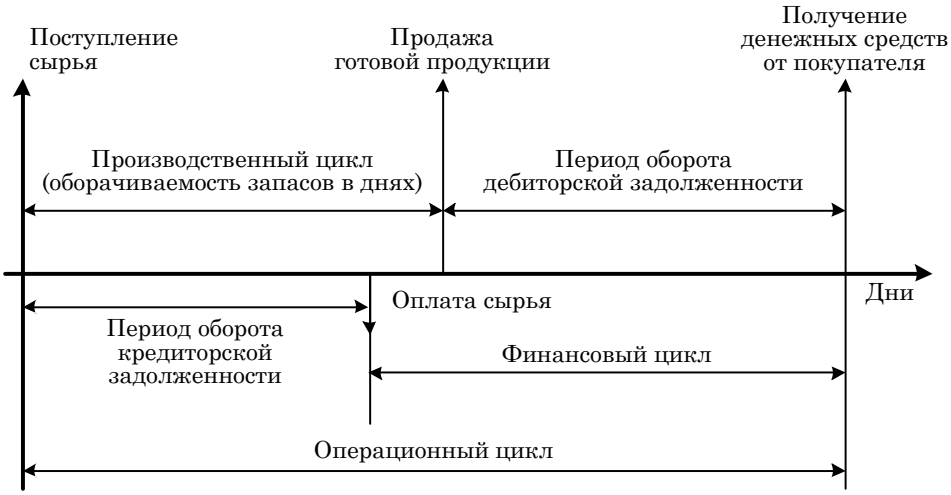

Рис. 4.3. Оборачиваемость оборотных средств организации в течение операционного цикла[1]

В целях обеспечения эффективного управления оборотным капиталом организации необходимо своевременно осуществлять финансирование основной деятельности и, соответственно, покрывать текущие финансовые потребности, возникающие в рамках финансового цикла.

Рассмотрим основные подходы к определению текущих финансовых потребностей (ТФП) организации (табл. 4.1).

---

[1] *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 173.

Таблица 4.1

Подходы к расчету текущих финансовых потребностей

Формула расчета	Пояснение
$ТФП_{опер} = З + ДЗ - КЗ$	$ТФП_{опер}$ — текущие финансовые потребности операционного характера; З — запасы сырья и готовой продукции; ДЗ — величина дебиторской задолженности; КЗ — величина кредиторской задолженности
$ТФП = ТФП_{опер} + ТФП_{внереал}$	$ТФП_{внереал}$ — текущие финансовые потребности внереализационного характера
ТФП = З + ДЗ − КЗ + КФВ − КК	КФВ — краткосрочные финансовые вложения и прочие активы за исключением денежных средств; КК — краткосрочный кредит, полученный организацией
ТФП = СОС − ДС	СОС — собственные оборотные средства (текущие пассивы, превышающие потребности в текущих активах); ДС — денежные средства организации

Примечание. Сост. по: *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 173–174.

Таким образом, в процессе осуществления финансового цикла возникают определенные финансовые потребности, называемые текущими финансовыми потребностями операционного характера.

Вопросы для самопроверки

1. Дайте определение структуре оборотного капитала и структуре оборотных средств.
2. Чем различаются понятия «оборотные производственные фонды» и «фонды обращения»?
3. Что относится к нормируемой и ненормируемой части оборотных средств? К чему приводит увеличение или уменьшение норматива оборотных средств?
4. Поясните экономическое содержание понятий «собственные оборотные средства» и «текущие финансовые потребности».
5. Как соотносятся понятия «операционный цикл», «производственный цикл» и «финансовый цикл»?

4.2. Источники воспроизводства и показатели эффективности использования оборотного капитала корпорации

Источниками воспроизводства оборотного капитала, т. е. источниками финансирования основной деятельности, являются краткосрочные и долгосрочные денежные ресурсы способные покрывать текущие потребности организации (рис. 4.4).

Рис. 4.4. Источники финансирования оборотного капитала организации[1]

Первая группа источников воспроизводства оборотного капитала организации включает собственные средства.

1.1. *Часть чистой прибыли, остающаяся в распоряжении организации,* может полностью или частично расходоваться на приобретение сырья, материалов, полуфабрикатов, готовой продукции, а также на текущий ремонт. По решению управляющего органа она может направляться на краткосрочные финансовые вложения с целью получения дополнительного дохода.

1.2. *Средства фонда накопления* могут выступать источниками пополнения оборотных средств организации.

1.3. Формирование *резервного фонда* является одним из способов управления финансовыми рисками организации через самострахование. Денежные резервы формируются за счет чистой прибыли по желанию управляющего органа организации, за исключением акци-

[1] Сост. по: *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 174–176.

онерных обществ, которые по законодательству обязаны формировать резервный фонд в минимальном размере — 5 % от уставного капитала общества. Резервный фонд может быть использован на покрытие непредвиденных расходов и текущих убытков организации.

Вторая группа источников воспроизводства оборотного капитала организации включает привлеченные средства.

2.1. *Устойчивые пассивы* — привлеченные средства, находящиеся в обороте организации, но ей не принадлежащие. К ним относятся следующие краткосрочные ресурсы:

– минимальная задолженность по заработной плате — задолженность, срок уплаты которой для организации пока не наступил. Чаще всего заработная плата аккумулируется на расчетном счете организации и выдается работникам два раза в месяц. Между датами выплаты заработной платы при условии обеспечения короткого операционного цикла эти средства могут использоваться организацией на пополнение оборотных средств;

– минимальная задолженность по налогам и сборам;

– минимальная задолженность по авансовым платежам покупателей — используется как источник покрытия затрат по незавершенному производству в организациях с длительным производственным циклом;

– резервы предстоящих расходов и платежей — организация может резервировать определенный запас денежных сумм на продолжительное время во избежание колебаний в уровне себестоимости продукции и пр.

2.2. *Бюджетные ассигнования* получают организации государственной и муниципальной форм собственности, а также частные организации, выполняющие государственные программы. К ним относятся следующие денежные меры государственной поддержки:

– субсидирование процентов по кредиту на пополнение оборотных средств;

– субсидирование затрат на приобретение сырья и комплектующих, электроэнергии, коммунальных услуг;

– меры налогового стимулирования (снижение ставки налога на имущество и (или) применение дифференцированной ставки, снижение ставки по упрощенной системе налогообложения, снижение ставки земельного налога под промышленными объектами, реструктуризация задолженности по пени и штрафам перед региональным бюджетом, льготы по налогу на прибыль в части, направляемой в региональный бюджет);

– субсидирование части затрат на сертификацию продукции по международным стандартам;

– субсидирование части затрат на рекламу регионального продукта в средствах массовой информации;

– субсидирование части затрат, связанных с участием в выставочно-ярмарочных мероприятиях;

– субсидирование продвижения продукции региональных организаций на рынках и развитие субконтрактинговых отношений;

– субсидирование части затрат, связанных с подготовкой, переподготовкой, повышением квалификации рабочих кадров и пр.

2.3. *Средства инвесторов, в том числе иностранных,* могут рассматриваться в качестве источника воспроизводства оборотного капитала при условии участия инвестора в текущей деятельности организации.

Третья группа источников воспроизводства оборотного капитала организации включает заемные средства.

3.1. *Краткосрочное банковское кредитование* предполагает привлечение кредитов сроком до года, выдаваемых банками под восполнение или формирование оборотных средств. Для этого необходимо представить экономическое обоснование и залог. Кроме того, целесообразно оценить выгодность привлекаемого кредита и его потенциальное влияние на рентабельность собственного капитала.

3.2. *Кредиторская задолженность* является наиболее востребованным способом финансирования текущих финансовых потребностей организаций и представляет собой отсрочку платежа по всем видам обязательств перед поставщиками и подрядчиками, бюджетом и прочими кредиторами.

3.3. *Факторинг* — разновидность финансовых услуг по переуступке прав требований третьим лицам, т. е. продаже дебиторской задолженности фактор-фирмам с дисконтом (факторинговой комиссией).

Выбор источников финансирования оборотного капитала и их структуры является важным управленческим вопросом, влияющим на уровень ликвидности, платежеспособности и финансовой устойчивости организации.

Вопросы для самопроверки

1. Перечислите традиционные источники финансирования оборотного капитала.
2. Дайте понятие факторинга и назовите особенности его применения.

3. Перечислите финансовые меры государственной поддержки текущей деятельности организаций.
4. Назовите показатели экономической эффективности использования оборотного капитала.
5. Назовите методы расчета минимальной потребности в оборотных средствах.

4.3. Управление оборотным капиталом корпорации

Управление оборотным капиталом организации представляет собой систему управления оборотными производственными фондами, фондами обращения и краткосрочными финансовыми вложениями в процессе осуществления текущей деятельности организации.

Основные направления в управлении оборотным капиталом организации выделены по его составным элементам. Так, *первое направление* связано с *управлением оборотными производственными фондами и запасами готовой продукции*, включая определение их минимальной потребности (норматива) для обеспечения непрерывности процесса производства и исчисление оптимального уровня запасов.

Для расчета базового норматива применяется метод прямого счета, для ежегодной корректировки норматива — аналитический и коэффициентный методы. Норматив оборотных средств рассчитывается исходя из плановых данных о развитии организации на следующий финансовый год.

При использовании метода прямого счета производится расчет норматива по каждому элементу оборотных средств по особой формуле. Совокупный норматив по организации определяется суммированием нормативов по всем группам оборотных средств. Обратимся к формулам расчета нормативов по основным группам оборотных производственных фондов (табл. 4.2).

Таблица 4.2

Формулы расчета нормативов по основным группам оборотных производственных фондов

Показатель	Формула расчета	Пояснение
Норматив по сырью, основным материалам и покупным полуфабрикатам ($П_с$)	$П_с = Р_с \times Н_с$	$Р_с$ — однодневный расход сырья, основных материалов, полуфабрикатов, р.; $Н_с$ — норма запаса, дн.

Продолжение табл. 4.2

Показатель	Формула расчета	Пояснение
Норматив по топливу ($П_{топ}$)	$П_{топ} = Р_{топ} \times Н_{топ}$	$Р_{топ}$ — однодневный расход топлива для производственных и непромышленных нужд, р.; $Н_{топ}$ — норма запаса, дн. Включает время для обеспечения потребностей производства и непромышленных хозяйств (аналогично расчетам по сырью и материалам)
Норматив по таре ($П_{тара}$)	$П_{тара} = Р_{тара} \times Н_{тара}$	$Р_{тара}$ — однодневный расход тары, р.; $Н_{тара}$ — норма запаса — время нахождения тары на складе от ее изготовления до упаковки в нее готовой продукции, дн.
Норматив по запасным частям ($П_{ЗЧ}$)	$П_{ЗЧ} = \frac{Д_к \times М \times Ч_д \times Ц_д \times К_п}{С_д}$	$Д_к$ — количество деталей необходимых для одного механизма; М — количество механизмов, на которых применяются данные детали; $Ч_д$ — число дней складского запаса в соответствии с условиями снабжения; $Ц_д$ — цена одной детали, р.; $К_п$ — коэффициент понижения[1]; $С_д$ — срок службы детали, дн.
	$П_{ЗЧ} = Н_т \times Р_с \times Q \times К_п$	$Н_т$ — типовая норма запаса запчастей на единицу ремонтной сложности, р.; $Р_с$ — количество единиц ремонтной сложности на единицу оборудования; Q — количество оборудования
Норматив по незавершенному производству ($П_{НЗП}$)	$П_{НЗП} = З_о \times Н_{НЗ} + Р_з$	$З_о$ — однодневные затраты по незавершенному производству, р.; $Н_{НЗ}$ — норма оборотных средств по незавершенному производству, дн.; $Р_з$ — стоимость резервного запаса, р.
Однодневные затраты по незавершенному производству ($З_о$)	$З_о = \frac{С}{Д}$	С — производственная себестоимость товарной продукции по смете затрат на планируемый период, р.; Д — количество дней в планируемом периоде

[1] Однотипное оборудование имеет ряд взаимозаменяемых деталей. Это позволяет создавать комплект запасных частей для нескольких видов оборудования, что снижает потребность в запасе деталей.

Окончание табл. 4.2

Показатель	Формула расчета	Пояснение
Норма оборотных средств ($Н_{НЗ}$)	$Н_{НЗ} = Д_{ПЦ} \times К_{НЗ}$	$Д_{ПЦ}$ — длительность производственного цикла, исчисленная по графику производства, дн. Включает время с момента первой технологической операции до передачи готовой продукции на склад; $К_{НЗ}$ — коэффициент нарастания затрат — отношение себестоимости незавершенного производства к плановой себестоимости изделия
Коэффициент нарастания затрат при их равномерном увеличении ($К'_{НЗ}$)	$К'_{НЗ} = \frac{З_е + \frac{1}{2}З_о}{З_е + З_о}$	$З_е$ — единовременные затраты в начале производственного процесса на изделие, р.; $З_о$ — остальные затраты на производство данного изделия, р.
Коэффициент нарастания затрат при их неравномерном увеличении ($К''_{НЗ}$)	$К''_{НЗ} = \frac{З_1 + З_2 + З_3 + З_4 ... + \frac{С_{пп}}{2}}{С_{пп} \times Д_{ПЦ}}$	$З_{1,2,3,4...}$ — затраты за первый, второй и т. д. периоды нарастающим итогом, р.; $С_{пп}$ — полная плановая себестоимость изделия, р.
Норматив оборотных средств по расходам будущих периодов ($П_{РБП}$)	$П_{РБП} = Р_0 + Р_Н - Р_В$	$Р_0$ — сумма, вложенная в расходы будущих периодов на начало планируемого года, р.; $Р_Н$ — расходы, предусмотренные на эти цели сметами в планируемом году, р.; $Р_В$ — расходы, включаемые в себестоимость продукции планируемого года согласно смете, р.
Норматив по готовой продукции на складе ($П_{ГП}$)	$П_{ГП} = З_о \times Д_{ГП}$	$З_о$ — однодневные затраты, исчисленные по производственной себестоимости товарной продукции, р.; $Д_{ГП}$ — количество дней, необходимое на складские операции и оформление документов, дн.

Примечание. Сост. по: *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 176–181.

Расчеты норматива методом прямого счета проводятся в том случае, если организация не рассчитывала его ранее.

Корректировка норматива осуществляется с помощью аналитического и коэффициентного методов. При использовании аналитиче-

ского метода все нормируемые оборотные средства делятся на две группы:

– зависящие от изменения объема производства (норматив корректируется при изменении объемов реализации и оборачиваемости оборотных средств);

– не зависящие от изменения объема производства (норматив может ежегодно не пересматриваться, а устанавливаться на уровне средних остатков материальных ценностей за ряд предшествующих лет).

Применяя коэффициентный метод, корректировку норматива проводят на основе поправочных коэффициентов согласно соответствующим статьям оборотных средств, где изменились объемы продаж и скорость оборота оборотных средств. При этом должны выработаться принципы корректировки (например, изменение объема реализации продукции и оборачиваемости оборотных средств).

Помимо нормирования оборотных средств в организации может присутствовать проблема, связанная с замораживанием денежных средств в запасах сырья и материалов, незавершенного производства, готовой продукции. Это особенно актуально при большой номенклатуре сырья и широком ассортименте готовой продукции. Поэтому управлению запасами необходимо также уделять большое внимание.

Вторым направлением в управлении оборотным капиталом организации является *управление дебиторской задолженностью*, которое состоит из следующих этапов:

– учет дебиторов, установление характера дебиторской задолженности;

– инвентаризация дебиторской задолженности, в том числе с целью создания резерва по сомнительным долгам, который впоследствии может стать источником покрытия сумм безнадежных долгов;

– анализ дебиторской задолженности по видам продукции;

– оценка вероятности безнадежных долгов и реальной стоимости дебиторской задолженности (расчет взвешенного старения долгов дебиторов, оценка вероятности безнадежных долгов, определение суммы возможных безнадежных долгов, определение реальной стоимости дебиторской задолженности как разницы между фактической суммой дебиторской задолженности и суммой возможных безнадежных долгов);

– выбор методов управления дебиторской задолженностью (создание резерва по сомнительным долгам, контроль над соотношением дебиторской и кредиторской задолженности, разработка гибкой си-

стемы оплаты, использование системы скидок при досрочной оплате счета, факторинг, использование обеспечения по сделке и т. п.).

Показатели оценки эффективности управления дебиторской и кредиторской задолженностью организации представлены в табл. 4.3.

Таблица 4.3

Показатели оценки эффективности управления дебиторской и кредиторской задолженностью организации

Показатель	Формула расчета	Пояснение
Длительности финансового цикла ФЦ	$ФЦ = ПЦ + ПОДЗ - ПОКЗ$	ПЦ — длительность производственного цикла; ПОДЗ — период оборота дебиторской задолженности; ПОКЗ — период оборота кредиторской задолженности
Период оборота дебиторской задолженности ПОДЗ	$ПОДЗ = \frac{ДЗ_{ср}}{В} \times Д$	$ДЗ_{ср}$ — средняя дебиторская задолженность за анализируемый период; В — выручка от реализации за анализируемый период; Д — число дней в периоде
Период оборота кредиторской задолженности ПОКЗ	$ПОКЗ = \frac{КЗ_{ср}}{З} \times Д$	$КЗ_{ср}$ — средняя кредиторская задолженность в анализируемом периоде; З — затраты на производство продукции в анализируемом периоде

Третьим направлением в управлении оборотным капиталом организации является *управление денежными активами и краткосрочными финансовыми вложениями*, основными задачами которого можно считать:

– определение минимальной потребности в денежных активах в национальной и иностранной валюте для осуществления текущих хозяйственных операций в предстоящем периоде (год, квартал, месяц);

– определение суммы возможного срочного изъятия денежных активов, обслуживающих процесс производства, для вложения в другие финансовые инструменты;

– определение оптимального соотношения между собственными и заемными источниками финансирования оборотного капитала, что необходимо для поддержания высокого уровня ликвидности и платежеспособности организации.

Показатели оценки состояния денежных активов и краткосрочных финансовых вложений организации представлены в табл. 4.4.

Таблица 4.4

Показатели оценки состояния денежных активов и краткосрочных финансовых вложений организации

Показатель	Формула расчета	Пояснение
Минимальная потребность в денежных активах	$ДА_{min} = \frac{ПР_{ДА}}{О_{ДА}}$	$ДА_{min}$ — минимальная потребность в денежных активах для осуществления текущей производственной деятельности предприятия за период (год, квартал, месяц); $ПР_{ДА}$ — предполагаемый объем платежного оборота по текущим операциям в предстоящем периоде; $О_{ДА}$ — оборачиваемость денежных активов в аналогичном по сроку отчетном периоде (исчисляется в разах и может быть откорректирована с учетом планируемых мероприятий по ускорению оборачиваемости оборота денежных активов)
Сумма возможного срочного изъятия денежных средств для вложения в финансовые инструменты	$И = В_{пл} \times \frac{О_{ср}}{В_{ф}}$	И — сумма изъятия денежных средств из хозяйственного оборота; $В_{пл}$ — ожидаемая выручка от реализации продукции (услуг) предприятия за период (год, квартал, месяц); $О_{ср}$ — средний остаток средств на счете предприятия за соответствующий прошлый период (год, квартал, месяц); $В_{ф}$ — фактическая выручка от реализации продукции за соответствующий период (год, квартал, месяц)

Примечание. Сост. по: *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 187–188.

С целью эффективной организации текущей деятельности, связанной с производством и реализацией продукции, необходимо осуществлять управление оборотным капиталом по следующему алгоритму (рис. 4.5).

Этап 1. Анализ текущего состояния оборотного капитала организации включает:

– анализ динамики и структуры элементов оборотного капитала организации;

– анализ финансовых показателей эффективности управления оборотным капиталом организации (табл. 4.5).

Рис. 4.5. Алгоритм управления оборотным капиталом организации

Таблица 4.5

Показатели эффективности управления оборотным капиталом организации

Показатель	Формула расчета	Норма
Рентабельность текущих активов (ROCA)	Чистая прибыль / Среднегодовая стоимость оборотных активов	≥ Среднее значение по отрасли
Коэффициент оборачиваемости оборотных средств	Выручка / Среднегодовая стоимость оборотных средств	≥ Среднее значение по отрасли
Длительность одного оборота оборотных средств	365 / Коэффициент оборачиваемости оборотных средств	≥ Среднее значение по отрасли
Состояние собственных оборотных средств (СОС)	Оборотные активы – Краткосрочные обязательства	≥ Среднее значение по отрасли
Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	СОС / Оборотные активы	≥ Среднее значение по отрасли
Оборачиваемость кредиторской задолженности	Выручка / Среднегодовая стоимость кредиторской задолженности	≥ Среднее значение по отрасли
Оборачиваемость дебиторской задолженности	Выручка / Среднегодовая стоимость дебиторской задолженности	≥ Среднее значение по отрасли
Коэффициент маневренности	СОС / Собственный капитал	0,2–0,5

На основе проведенного анализа дается квалифицированное суждение о текущем состоянии оборотного капитала организации.

Этап 2. Планирование состояния оборотного капитала организации в краткосрочном и долгосрочном периоде начинается с постановки цели и задач управления оборотным капиталом организации (рис. 4.6).

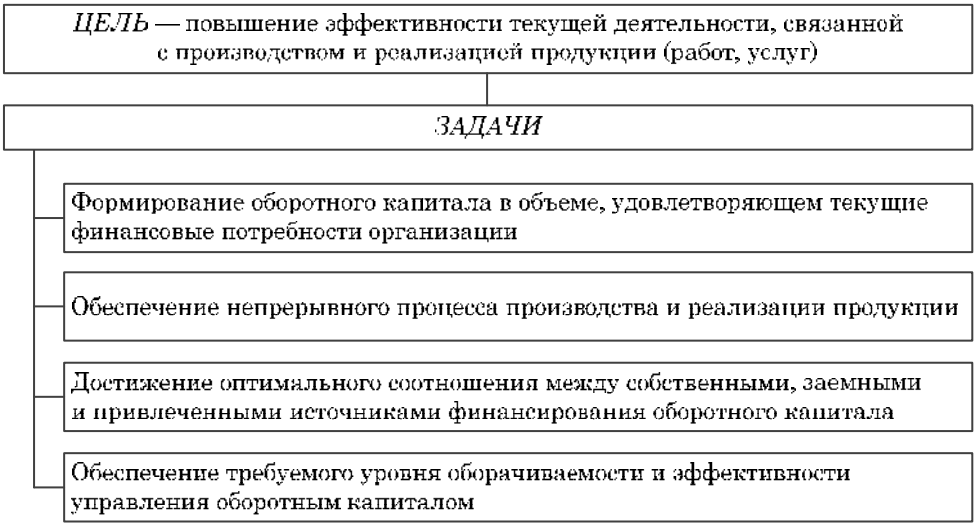

Рис. 4.6. Цель и задачи управления оборотным капиталом организации

Далее осуществляется планирование состояния оборотного капитала организации в следующем порядке:

1) планирование балансовых значений по оборотному капиталу организации (табл. 4.6);

Таблица 4.6

План по оборотному капиталу на 20___ г.

№ п/п	Показатель	Сумма, тыс. р.
1	Запасы	
2	НДС по приобретенным ценностям	
3	Дебиторская задолженность	
4	Краткосрочные финансовые вложения	
5	Денежные средства и их эквиваленты	
6	Прочие оборотные активы	
7	*Итого (стр. 1 + … + стр. 7)*	

2) планирование ключевых показателей состояния оборотного капитала организации (см. табл. 4.5) с учетом выполнения принципов реализуемой финансовой политики и финансовой стратегии организации, а также воздействия внешних факторов.

Этап 3. Регулирование состояния оборотного капитала организации с учетом влияния внешних и внутренних факторов. Осуществляется внедрение принятых мероприятий по улучшению состояния оборотного капитала. Возможный перечень направлений повышения эффективности управления оборотным капиталом представлен на рис. 4.7.

Направления регулирования состояния оборотного капитала организации

- Удовлетворение потребности в оборотных производственных фондах и запасах готовой продукции с целью обеспечения непрерывного процесса производства и достижения оптимального уровня запасов
- Снижение дебиторской задолженности до приемлемого для организации уровня
- Достижение оптимального соотношения между источниками финансирования оборотного капитала
- Ускорение оборачиваемости оборотных средств организации
- Поддержание и удовлетворение минимальной потребности в денежных активах с целью обеспечения выполнения текущих хозяйственных операций

Рис. 4.7. Направления регулирования состояния оборотного капитала организации

Выработанная программа действий по регулированию состояния оборотного капитала организации создаст условия для его последующего мониторинга и принятия корректирующих решений.

Этап 4. Контроль достижения планового состояния оборотного капитала организации и корректировка управленческих решений. Проводится проверка на наличие отклонений фактических показателей состояния оборотного капитала от плановых. При условии наличия отклонений необходимо определить их характер, т. е. являются они случайными или регулярными. Кроме того, выявляются причины возникновения отклонений с учетом воздействия изменяю-

щейся внутренней и внешней среды. При необходимости вносятся изменения в ранее принятые управленческие решения по регулирования состояния оборотного капитала организации.

Итак, вложения в оборотный капитал обеспечивают организацию необходимыми материальными и денежными ресурсами для осуществления производства и реализации продукции, а также приращения доходов путем формирования краткосрочных финансовых вложений.

Вопросы для самопроверки

1. Как определяется минимальная потребность в оборотных средствах?
2. Как определяется оптимальная величина заказа товарно-материальных запасов и размера складского запаса готовой продукции?
3. Как компания осуществляет управление дебиторской задолженностью?
4. Как компания осуществляет управление денежными активами?
5. Как компания осуществляет управление краткосрочными финансовыми вложениями?

Литература по теме

Гребенников П. И., Тарасевич Л. С. Корпоративные финансы: учебник и практикум для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2022. 252 с.

Денежное хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. 464 с.

Корпоративные финансы: учеб. пособие для вузов / под общ. ред. Н. И. Берзона. М.: Юрайт, 2022. 212 с.

Леонтьев В. Е., Бочаров В. В., Радковская Н. П. Корпоративные финансы: учеб. для вузов. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2022. 354 с.

Лимитовский М. А., Паламарчук В. П., Лобанова Е. Н. Корпоративный финансовый менеджмент: учеб.-практ. пособие / отв. ред. Е. Н. Лобанова. М.: Юрайт, 2021. 990 с.

Пионткевич Н. С. Управление оборотным капиталом организации: теория и методология // Вестник ВГУ. Серия: Экономика и управление. 2016. № 2. С. 19–26.

Самылин А. И. Корпоративные финансы: финансовые расчеты: учебник. М.: ИНФРА-М, 2022. 472 с.

Основные термины

Оборотный капитал — денежное выражение величины текущих активов организации, участвующих в производственной и коммерческой деятельности организации; часть имущества организации, используемая для обеспечения процесса производства и реализации продукции и для приращения доходов путем вложения в краткосрочные инструменты финансового рынка.

Оборотные средства — денежное выражение части текущих активов, используемых для текущих операций во время каждого операционного цикла.

Операционный цикл — период, в течение которого общая сумма оборотных средств организации совершает один кругооборот.

Устойчивые пассивы — привлеченные средства, находящиеся в обороте организации, но ей не принадлежащие.

Кредиторская задолженность — наиболее востребованный способ финансирования текущих финансовых потребностей организаций; представляет собой отсрочку платежа по всем видам обязательств перед поставщиками и подрядчиками, бюджетом и прочими кредиторами.

Факторинг — разновидность финансовых услуг по переуступке прав требований третьим лицам, т. е. продаже дебиторской задолженности фактор-фирмам с дисконтом (факторинговой комиссией).

Управление оборотным капиталом организации — система управления оборотными производственными фондами, фондами обращения и краткосрочными финансовыми вложениями в процессе осуществления текущей деятельности организации.

5 Расходы (затраты) корпорации: структура и методы управления

5.1. Состав и структура расходов (затрат) корпорации

В современной экономической литературе существует некоторая неопределенность в основных терминах данного вопроса, поэтому необходимо в первую очередь дифференцировать основные понятия (рис. 5.1).

I	ВЫПЛАТЫ	Наличные деньги в кассе, на расчетных и валютных счетах	ПОСТУПЛЕНИЯ
II	РАСХОДЫ	Денежные активы организации	ДОХОДЫ
III	ЗАТРАТЫ	Налогооблагаемая прибыль	ВЫРУЧКА
IV	ИЗДЕРЖКИ	Прибыль (убыток) от реализации товарной продукции	ТОВАРНЫЙ ВЫПУСК

Рис. 5.1. Основные понятия теории учета в организации[1]

Как видно из рис. 5.1, первый и второй уровни используются для расчета показателей ликвидности и платежеспособности организации. Разница между поступлениями и выплатами дает сумму наличности, имеющуюся у организации в кассе, на расчетном и прочих счетах. Разница между доходами и расходами показывает денежные активы организации с учетом получения дебиторской и возврата кредиторской задолженности. Третий и четвертый уровни позволяют рассчитать результаты от хозяйственной деятельности. Разница между товарным выпуском и издержками дает прибыль от реализации то-

[1] *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 198.

варной продукции. Разница между выручкой[1] и затратами[2] показывает налогооблагаемую прибыль.

Издержки организации непосредственно связаны с производством и реализацией продукции и представляют собой затраты живого и овеществленного труда на изготовление продукции и ее продажу за определенный период времени и применительно к определенному производству.

Затраты включают в себя как издержки, так и прочие затраты на осуществление деятельности, непосредственно не связанной с производством, но отражающейся на налогооблагаемой прибыли, а также связанные с другим периодом времени и размером затрат (рис. 5.2).

Рис. 5.2. Разграничение понятий «издержки» и «затраты»[3]

Расходы и выплаты непосредственно связаны с движением денежных средств. Так, амортизация является статьей затрат и одновременно издержек на производство и реализацию продукции, но никогда не будет относиться к расходам или выплатам. Такие же рассуждения относятся к кредиторской задолженности и другим расходам.

---

[1] В показатель «Выручка» входят выручка от реализации товаров (работ, услуг) и имущественных прав и выручка от внереализационных операций.

[2] В показатель «Затраты» включаются издержки на производство и реализацию, затраты по внереализационным операциям.

[3] *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 199.

Доходы в большинстве случаев признаются у организации уже при отгрузке товара независимо от фактического поступления денежных средств, а расходы — по факту совершения независимо от времени фактической выплаты денежных средств.

Следует отметить и тот факт, что в целях налогообложения организация не пользуется таким понятием, как себестоимость (применяется понятие «расходы»), хотя для целей управления себестоимость рассчитывать необходимо как для конкретного продукта или услуги, так и в целом по организации, с тем чтобы определить реальную прибыль, а значит, и целесообразность выпуска той или иной продукции и функционирования организации в целом.

Хозяйствующий субъект может осуществлять производственную, инвестиционную и финансовую деятельность. Соответственно расходы будут делиться на две группы:

– расходы (затраты), связанные с производством и реализацией продукции;

– внереализационные расходы.

Рассмотрим подробнее первую группу — ***расходы (затраты) на производство и реализацию продукции,*** поскольку именно они имеют, как правило, наибольший удельный вес (рис. 5.3).

По экономическим элементам затраты на производство и реализацию продукции делятся на материальные, заработную плату, амортизацию и прочие. Кроме того, *по участию в хозяйственной деятельности* их можно разделить на производственные и коммерческие.

Совокупность производственных затрат показывает производственную себестоимость товарной продукции, т. е. затраты, непосредственно осуществляемые для обеспечения процесса производства.

Процесс реализации продукции опосредуется другими затратами, такими как затраты на упаковку, на маркетинговые исследования и рекламу, транспортировку, комиссионные торговым агентам и т. п. Эти затраты называют внепроизводственными или коммерческими, а прибавляя их к производственной себестоимости, получают полную себестоимость товарной продукции.

Существуют затраты, которые не изменяются *с ростом или снижением выпуска продукции*. Их называют постоянными. К этой группе относятся амортизация основных фондов и износ нематериальных активов, заработная плата административно-управленческого персонала, затраты на сертификацию продукции и услуг, затраты на обеспечение нормальных условий труда и техники безопас-

ности и т. п. Другая группа затрат, наоборот, изменяется пропорционально выпуску продукции. Такие затраты относят к переменным и включают в них затраты на сырье, материалы, электроэнергию на технологические нужды, затраты на оплату труда по сдельным расценкам или в процентах от выручки и т. п.

Рис. 5.3. Классификация затрат организации на производство и реализацию продукции

Деление затрат на постоянные и переменные зависит от специфики бизнеса и применяется для определения «точки безубыточности», т. е. критического объема продаж, по достижении которого

организация покрывает постоянные издержки и часть переменных, соответствующих выполненным объемам реализации продукции, и начинает получать прибыль. Распределение расходов по данной группе позволяет:

– проводить анализ безубыточности и ассортимента продукции;

– анализировать изменение рентабельности при изменении условий производства и продаж;

– оценивать уровень предпринимательского риска;

– оптимизировать объем производства, прибыль и расходы с учетом спроса.

Такое деление применяется для управления затратами и принятия управленческих решений о целесообразности той или иной деятельности или при выборе инвестиционных проектов.

По характеру происхождения затраты бывают первичные и вторичные. К первичным относятся затраты на сырье, материалы и т. п. Вторичными являются затраты на запасные части, изготовленные вспомогательными цехами организации, и т. п.

По форме присвоения к отдельным продуктам затраты делятся на прямые и косвенные. Это деление обусловлено отнесением затрат на себестоимость продукции. Прямые затраты непосредственно связаны с конкретным видом продукции и могут прямо включаться в себестоимость этой продукции (затраты на сырье, основные материалы, заработная плата основных производственных рабочих и т. п.). Косвенные затраты связаны с производством нескольких видов продукции (общецеховые, общезаводские расходы, часть внепроизводственных) и могут быть отнесены на себестоимость определенного вида изделий лишь частично, согласно принятой базе. Выбор базы отнесения косвенных затрат на себестоимость представляет собой самостоятельное решение менеджеров конкретной организации и является очень ответственным, поскольку от него зависит уровень прибыли по продуктам, а значит, и выбор ассортимента выпускаемой продукции, выручка и, наконец, финансовое состояние организации. Для нивелирования ошибки в выборе базы распределения затрат современной экономической наукой предложен метод частичного распределения косвенных затрат.

По экономической роли в процессе производства затраты делятся на основные и накладные. Основными называют затраты, непосредственно связанные с технологическим процессом производства, а накладные образуются в связи с организацией, обслуживанием и управлением им. К накладным затратам относятся общепроизводственные и общехозяйственные.

При изменении уровня детализации и базы распределения накладных расходов, как правило, получаются разные оценки рентабельности отдельных производственных подразделений или видов продукции. При этом чем выше доля накладных расходов, тем больших изменений в оценках рентабельности отдельных видов продукции можно ожидать в результате их перераспределения. Потенциальные выгоды от более подробного распределения накладных расходов должны превосходить связанные с ним расходы.

Состав затрат не однороден по своему содержанию. *По однородности (составу)* они подразделяются на одноэлементные и комплексные. Одноэлементными называются затраты, состоящие из одного элемента, например, заработная плата, амортизация и т. п. Комплексными являются затраты, состоящие из нескольких элементов, например, цеховые и общезаводские расходы, в состав которых входят заработная плата соответствующего персонала, амортизация зданий и затраты на их текущий ремонт, другие расходы.

По периодичности возникновения затраты делятся на постоянно возникающие и единовременные. Постоянно возникающие затраты не зависят от различных факторов, влияющих на условия бизнеса, и обеспечивают его стабильный уровень. Единовременные затраты связаны с изменениями некоторых условий производства и реализации продукции. Например, к таким затратам можно отнести расходы на проведение рекламы, на исследования или научные разработки для выпуска нового изделия, расходы по гарантийному ремонту оборудования и т. п.

В зависимости от целесообразности проведения затраты делятся на производительные и непроизводительные. Результатом производительных затрат будет выпуск продукции и получение прибыли, а непроизводительных — увеличение затрат, не приведшее к положительному финансовому результату. Непроизводительными считаются затраты, связанные с выпуском бракованной продукции; сверхнормативный расход топлива, электроэнергии для технологических нужд, вызванные эксплуатацией неисправного оборудования и т. п.

В зависимости от возможности регулирования затраты делятся на регулируемые и нерегулируемые. Так, можно регулировать размер заработной платы, однако расходы на сертификацию продукции практически не поддаются регулированию, так как не зависят от желания менеджеров организации.

По степени регулирования затраты классифицируются на нормируемые и ненормируемые. Степень регулирования зависит от того, насколько четко установлен законодательными актами размер расходов, относимых на результаты хозяйственной деятельности. Например, командировочные и представительские расходы, расходы на рекламу и т. п. включаются в общие расходы организации по производству и реализации продукции в размере норматива.

По обязательности затраты организации бывают вмененные и альтернативные. Вмененными являются обязательные затраты, уровень которых регулируется государством и самой организацией и без которых невозможен процесс производства. Альтернативные затраты предполагают возможность выбора в случае ограниченности ресурсов и характеризуют варианты, от которых отказываются при выборе какого-либо решения.

Вторая группа расходов организации представляет собой ***внереализационные расходы,*** включающие:

– расходы на содержание переданного по договору аренды (лизинга) имущества (включая амортизацию по этому имуществу);

– расходы в виде процентов по любым долговым обязательствам, в том числе процентов, начисленных по ценным бумагам и иным обязательствам, выпущенным (эмитированным) налогоплательщиком;

– расходы на организацию выпуска собственных ценных бумаг, в частности, на подготовку проспекта ценных бумаг, изготовление или приобретение бланков, регистрацию ценных бумаг;

– расходы, связанные с обслуживанием приобретенных ценных бумаг, в том числе с оплатой услуг реестродержателя, депозитария и т. п.;

– расходы в виде отрицательной курсовой разницы, возникающей от переоценки имущества в виде валютных ценностей и требований (обязательств), стоимость которых выражена в иностранной валюте;

– расходы в виде отрицательной (положительной) разницы, образующейся вследствие отклонения курса продажи (покупки) иностранной валюты от официального курса Центрального банка РФ, установленного на дату перехода права собственности на иностранную валюту;

– расходы налогоплательщика, применяющего метод начисления, на формирование резервов по сомнительным долгам;

– расходы на ликвидацию выводимых из эксплуатации основных средств, включая суммы недоначисленной в соответствии с уста-

новленным сроком полезного использования амортизации, а также расходы на ликвидацию объектов незавершенного строительства и иного имущества, монтаж которого не завершен, охрану недр и другие аналогичные работы;

– расходы, связанные с консервацией и расконсервацией производственных мощностей и объектов;

– судебные расходы и арбитражные сборы;

– затраты на аннулированные производственные заказы, а также на производство, не давшее продукции;

– расходы по операциям с тарой;

– расходы в виде признанных должником или подлежащих оплате на основании решения суда, вступившего в законную силу, штрафов, пеней и (или) иных санкций за нарушение договорных или долговых обязательств, а также расходы на возмещение причиненного ущерба;

– расходы в виде налогов, относящихся к поставленным товарно-материальным ценностям, работам, услугам, если кредиторская задолженность по такой поставке списана в отчетном периоде в связи с истечением срока исковой давности или по другим основаниям;

– расходы на услуги банков, в том числе связанные с установкой и эксплуатацией электронных систем документооборота между банком и клиентами, в том числе системы «клиент — банк»;

– расходы на проведение ежегодного собрания акционеров (участников, пайщиков);

– не подлежащие компенсации из бюджета расходы на проведение работ по мобилизационной подготовке, включая затраты на содержание мощностей и объектов, загруженных (используемых) частично, но необходимых для выполнения мобилизационного плана;

– расходы по операциям с финансовыми инструментами срочных сделок;

– другие обоснованные расходы.

К внереализационным расходам приравниваются убытки, полученные налогоплательщиком в отчетном (налоговом) периоде, в частности:

– убытки прошлых налоговых периодов, выявленные в текущем отчетном (налоговом) периоде;

– суммы безнадежных долгов, а в случае, если налогоплательщик принял решение о создании резерва по сомнительным долгам, суммы безнадежных долгов, не покрытые за счет средств резерва;

– потери от простоев по внутрипроизводственным причинам;

– не компенсируемые виновниками потери от простоев по внешним причинам;

– расходы в виде недостачи материальных ценностей в производстве и на складах;

– потери от стихийных бедствий, пожаров, аварий и других чрезвычайных ситуаций, включая затраты, связанные с предотвращением или ликвидацией последствий стихийных бедствий или чрезвычайных ситуаций;

– убытки по сделке уступки прав требования[1].

В целях налогового учета в отношении расходов нужно отметить, что таковыми признаются обоснованные и документально подтвержденные затраты, а также убытки в соответствии со ст. 265 гл. 25 Налогового кодекса РФ. При этом:

а) под *обоснованными* расходами понимаются экономически оправданные затраты, оценка которых выражена в денежной форме;

б) под *документально подтвержденными* расходами понимаются затраты, подтвержденные документами, оформленными в соответствии с законодательством РФ.

Кроме того, для признания затрат расходами необходимо, чтобы они были произведены для осуществления деятельности, направленной на получение дохода.

Расходы, подразделяемые в соответствии с Налоговым кодексом РФ на расходы на производство и реализацию и внереализационные расходы, для налогового учета необходимо также группировать по видам:

1) расходы на производство и реализацию товаров (работ, услуг) собственного производства, а также расходы, понесенные при реализации имущества, имущественных прав, за исключением расходов, указанных в пунктах 2, 3, 4 и 5; при этом общая сумма расходов уменьшается на суммы остатков незавершенного производства, остатков продукции на складе и продукции отгруженной, но не реализованной на конец отчетного (налогового) периода;

2) расходы, понесенные при реализации ценных бумаг, не обращающихся на организованном рынке;

3) расходы, понесенные при реализации покупных товаров;

4) расходы, понесенные при реализации финансовых инструментов срочных сделок, не обращающихся на организованном рынке;

5) расходы, связанные с реализацией основных средств;

---

[1] *Налоговый* кодекс РФ. Ч. II. Гл. 25. Ст. 265.

6) расходы, понесенные обслуживающими производствами и хозяйствами при реализации ими товаров (работ, услуг)[1].

Еще одной особенностью современного учета является использование методов определения и признания доходов и расходов для целей налогообложения — метода начисления и кассового метода.

При *методе начисления* расходы признаются в том отчетном периоде, в котором они имели место, независимо от фактического выбытия денежных средств и (или) иного имущества (имущественных прав).

Кассовый метод, напротив, связывает момент возникновения расходов с фактическим выбытием денежных средств и (или) иного имущества (имущественных прав). Изменить применяемый метод учета можно только с начала налогового периода[2].

Рассмотрим особенности определения расходов согласно указанным методам.

Расходы по методу начисления признаются в том налоговом периоде, к которому они относятся, независимо от времени фактической выплаты денежных средств и (или) иной формы оплаты[3].

При признании расходов по договорам с конкретными сроками исполнения налогоплательщику следует руководствоваться условиями таких договоров, а также принципом равномерного формирования доходов и расходов, если такие договоры заключены на срок более одного отчетного (налогового) периода.

При признании расходов по договорам, предусматривающим получение дохода в течение более одного отчетного периода, но не устанавливающим поэтапную сдачу товаров (работ, услуг), нужно распределить их самостоятельно по принципу равномерного признания доходов и расходов. Примером может служить договор возмездного оказания услуг, по условиям которого исполнитель в течение года оказывает заказчику услуги с представлением соответствующего отчета по окончании срока действия договора, а заказчик ежемесячно выплачивает исполнителю фиксированную денежную сумму.

Расходы, которые не могут быть непосредственно отнесены на затраты по конкретному виду деятельности, распределяются пропорционально доле соответствующего дохода в суммарном объеме всех доходов налогоплательщика. При этом расходы, попавшие в категории «расходы на производство и реализацию товаров (работ, услуг) соб-

---

[1] *Налоговый* кодекс РФ. Ч. II. Гл. 25. Ст. 315.

[2] Там же. Ст. 313.

[3] Там же. Ст. 272.

ственного производства» и «расходы по торговым операциям», должны подразделяться на прямые и косвенные.

Расходами налогоплательщика, применяющего кассовый метод, признаются затраты после их фактической оплаты. При этом оплатой товара (работ, услуг, имущественных прав) считается прекращение встречного обязательства налогоплательщика-покупателя перед продавцом, которое непосредственно связано с поставкой этих товаров (выполнением работ, оказанием услуг, передачей имущественных прав)[1]. Существуют особенности учета расходов по таким статьям, как материальные расходы, расходы на оплату труда, проценты за пользование заемными средствами, амортизация, расходы на уплату налогов и сборов. При кассовом методе выделение прямых и косвенных расходов не предусматривается.

Таким образом, понятия «расходы», «затраты» и «издержки» организации применяются для изучения процесса образования прибыли, т. е. финансового результата деятельности организации. Понятия «расходы» и «выплаты» связаны с движением денежных средств.

Вопросы для самопроверки

1. В чем сущность и отличительные особенности основных понятий теории учета на предприятии: «выплаты», «расходы», «затраты», «издержки»?
2. Дайте сравнительную характеристику расходов организации и инвестиций.
3. Охарактеризуйте каждую группу расходов организации на производство и реализацию продукции (работ, услуг).
4. Какие расходы включаются в группу внереализационных расходов?
5. Что такое «эффект масштаба» и как он используется на предприятии?

5.2. Виды себестоимости и методы ее калькулирования и планирования

Для целей управленческого учета организации определяют не расходы, а себестоимость.

Себестоимость продукции (работ, услуг) представляет собой стоимостную оценку использованных в процессе производства продукции (работ, услуг), природных ресурсов и предметов труда, услуг других организаций и оплату труда работников. Условием получения достоверной информации о себестоимости продукции и финансовых ре-

[1] *Налоговый* кодекс РФ. Ч. II. Гл. 25. Ст. 273.

зультатах деятельности организации является четкое определение состава производственных затрат. От того, какие затраты сопряжены с производством продукции, а какие формируются под воздействием других явлений, зависит величина финансового результата, а следовательно, и правильность исчисления налога на прибыль.

В зависимости от состава включаемых затрат себестоимость подразделяется на технологическую, цеховую, производственную и полную. Технологическая себестоимость охватывает затраты на производство в бригаде, на участке или по отдельному агрегату. Цеховая себестоимость выражает затраты конкретного цеха на изготовление продукции. Производственная себестоимость включает цеховую себестоимость, общезаводские и другие производственные расходы общего характера. Полная себестоимость товарной продукции складывается из производственной себестоимости и внепроизводственных расходов. Полная себестоимость реализуемой продукции включает наряду с полной себестоимостью товарной продукции изменение остатков готовой продукции на складе.

На крупных производственных предприятиях исчисляют четыре вида себестоимости, на малых один вид — полную себестоимость реализуемой продукции (рис. 5.4).

Рис. 5.4. Виды себестоимости продукции[1]

[1] *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 208.

От корректного формирования затрат во многом зависит правильное и обоснованное исчисление финансовых результатов деятельности, т. е. прибыли и рентабельности организации.

Анализ четырех видов себестоимости поможет выявить проблемы с затратами на незавершенное производство, коммерческими и управленческими затратами, со сбытом.

Калькулирование себестоимости — это процесс отнесения тех или иных видов затрат непосредственно на их носители. Ими могут быть отдельные продукты, услуги, направления деятельности организации. Отличие калькуляции себестоимости от сметы затрат состоит в том, что калькуляция составляется на единицу какой-либо продукции, а в смете затрат указываются все затраты на производство по их статьям. Такими статьями являются: материалы, заработная плата, амортизация, общецеховые, общезаводские расходы и т. п.

В зависимости от целей калькулирования различают плановую, сметную и фактическую калькуляции. Они отражают расходы на производство и реализацию единицы конкретного вида продукции в разрезе калькуляционных статей.

Плановая калькуляция составляется на плановый период на основе действующих на начало периода норм и смет.

Сметная калькуляция рассчитывается при проектировании новых производств и конструировании вновь осваиваемых изделий при отсутствии норм расхода.

Фактическая (отчетная) калькуляция отражает совокупность всех затрат на производство и реализацию продукции. Она используется для контроля выполнения плановых заданий по снижению себестоимости различных видов продукции, а также для анализа динамики себестоимости.

Калькулирование позволяет не только определить себестоимость производимых продуктов, но и:

– оптимизировать ассортимент выпускаемой продукции (определить целесообразность дальнейшего выпуска отдельных продуктов);

– установить эффективные цены на продукцию;

– определить целесообразность обновления действующей технологии и парка оборудования;

– оценить качество работы управленческого персонала.

Современное калькулирование лежит в основе оценки выполнения принятого организацией или центром ответственности плана. Оно необходимо для анализа причин отклонений от плановых заданий по себестоимости. Данные фактических калькуляций использу-

ются для последующего планирования себестоимости, для обоснования экономической эффективности внедрения новой техники, выбора современных технологических процессов, проведения мероприятий по повышению качества продукции и пр. По результатам калькулирования можно принять решение о проведении ремонта самостоятельно или с использованием услуг сторонних организаций.

Наконец, калькулирование является основой трансфертного ценообразования. Трансфертная (внутренняя) цена применяется при коммерческих операциях между подразделениями одной и той же организации. Наибольшую актуальность формирование трансфертных цен имеет при наличии права у подразделения организации самостоятельно выходить на внешних покупателей. В этом случае от правильного формирования трансфертной цены будет зависеть финансовое положение организации. Если же продукция подразделения полностью потребляется внутри организации, то трансфертная цена является учетной категорией необходимой для обеспечения хозяйственных связей между подразделениями организации.

Таким образом, калькулирование является основным элементом системы управления не только себестоимостью продукции, но и производством в целом.

Калькулирование на любом предприятии организуется в соответствии с определенными принципами:

1) наличие научно обоснованной классификации затрат на производство;

2) установление объектов учета затрат, объектов калькулирования и калькуляционных единиц. Во многих случаях объекты учета затрат и объекты калькулирования не совпадают.

Необходимо различать объекты калькулирования, калькуляционную единицу, методы калькулирования.

К *объектам калькулирования* относятся продукция, услуги, полуфабрикаты, отдельные заказы и т. п.

Объекты калькулирования необходимо отличать от объектов учета затрат, которыми являются места их возникновения, виды или группы однородных продуктов. Местом возникновения затрат в управленческом учете называют структурные единицы и подразделения организации, в которых происходит первоначальное потребление производственных ресурсов (рабочие места, бригады, цехи и т. п.).

Калькуляционная единица представляет собой измеритель объекта калькулирования. Может выражаться показателями трех видов:

а) натуральными;

б) условно-натуральными;

в) стоимостными.

В российской практике выделяют обычно два метода калькулирования: позаказный и попроцессный.

Позаказный метод используется в случае изготовления изделий отдельными партиями, которые существенно отличаются друг от друга. При этом прямые затраты списываются на заказ напрямую, а накладные перераспределяются на различные заказы пропорционально определенному проценту, устанавливаемому самой организацией.

Затраты на единицу продукции определяются отношением общих затрат на заказ к количеству единиц в заказе.

Попроцессный метод калькуляции применяется на предприятиях, производящих большие партии однообразных изделий или имеющих непрерывный производственный процесс. При этом производственные затраты собираются на отдельном счете за определенный промежуток времени. Производственную себестоимость единицы продукции вычисляют делением общей суммы производственных затрат, понесенных определенным подразделением за определенный промежуток времени, на количество единиц готовой продукции, произведенных за этот же промежуток. Накладные расходы относятся на себестоимость также в виде процента, определяемого организацией.

Если сравнить эти методы, то видны их отличия (табл. 5.1).

Таблица 5.1

Особенности позаказного и попроцессного методов калькулирования себестоимости

Позаказный метод	Попроцессный метод
1. Аккумулирование данных обо всех понесенных затратах и отнесение их на отдельные виды работ или партии готовой продукции	1. Аккумулирование производственных затрат по подразделениям без отнесения к отдельным заказам
2. Аккумулирование затрат по каждой завершенной партии, а не за промежуток времени	2. Списание затрат за календарный период, а не за время необходимое для выполнения заказа
3. Ведение только одного счета «Незавершенное производство», по которому ведутся отдельные карточки учета по каждому заказу, находящемуся в производстве	3. Открытие отдельных счетов «Незавершенное производство» для каждого подразделения

Примечание. Сост. по: *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 210.

В настоящее время в калькулировании себестоимости все чаще используют нормативный подход, т. е. определяют нормативные затраты по статьям «Основные материалы», «Трудозатраты» и «Общепроизводственные расходы». На счете «Незавершенное производство» фиксируются нормативные значения затрат, а себестоимость готовой продукции автоматически формируется по нормативным затратам. Калькуляция себестоимости продукции также рассчитывается на основе этих нормативов. В случае отклонения фактических затрат от нормативных разница списывается на специальные счета отклонений.

Определение калькуляции себестоимости сталкивается с проблемой распределения косвенных затрат на конкретный вид продукции. В западной экономической литературе и практической деятельности хозяйствующих субъектов различают в связи с этим два метода калькуляции себестоимости продукции:

– метод, базирующийся на полном распределении косвенных затрат;

– метод, базирующийся на частичном распределении косвенных затрат.

При методе полного распределения косвенных затрат прямые затраты сразу относятся на себестоимость конкретного продукта, а косвенные распределяются сначала на места возникновения, а затем по выбранной базе перераспределяются на продукты. Базу перераспределения организация может принять единую для всех косвенных затрат, а может и специальную для каждого места возникновения затрат. Себестоимость каждого изделия будет включать в себя прямые и перераспределенные косвенные затраты. Зная цену реализации каждого изделия, можно определить, прибыльно или убыточно его производство. Однако этот метод может применяться только при производстве однородной продукции, так как в его основе лежит пропорциональность издержек.

Принцип частичного распределения косвенных затрат основан на их делении на две группы: постоянные и переменные. Переменными косвенными затратами в этом случае будут являться такие, которые изменяются пропорционально объему выпускаемой продукции. Постоянные косвенные затраты не меняются в зависимости от изменения объема производства. При этом переменные косвенные затраты будут перераспределяться через места возникновения, а постоянные косвенные — вообще не будут переносится на себестоимость продукта, а будут покрываться в целом из маржинального дохода ор-

ганизации[1]. Таким образом, при методе, базирующемся на частичном распределении косвенных затрат, будет рассчитываться не полная себестоимость единицы продукции, а «переменная» себестоимость, состоящая из прямых затрат и переменных косвенных затрат[2]. Зная цену реализации конкретного изделия, можно определить «вклад в покрытие затрат» этого изделия. Вклад в покрытие затрат, или маржинальный доход, по конкретному продукту будет представлять собой разницу между ценой реализации единицы продукции и «переменной» себестоимостью. Ассортиментная политика строится на сравнении относительных маржинальных доходов[3] по всем ассортиментным группам организации. Для производства будет выгоден продукт с более высоким относительным маржинальным доходом.

Аналогом отечественной сокращенной себестоимости является себестоимость, исчисленная по принятой за рубежом системе «директ-костинг». Она также калькулируется по прямым и переменным косвенным расходам, однако в отличие от российской практики к постоянным расходам относят не только управленческие (общехозяйственные), но и часть общепроизводственных расходов. Калькулирование себестоимости по системе директ-костинг предусматривает неизменную величину постоянных расходов при любом объеме производства, хотя деление всех затрат на постоянные и переменные (включая разделение полупеременных издержек) весьма условно.

В зарубежной практике в настоящее время получил распространение еще один подход к калькулированию — АВС-метод. Он основан на учете затрат по функциям.

Калькулирование АВС-методом включает следующие этапы:

1) определение основных видов деятельности, имеющих место в компании;

2) создание для каждого вида деятельности центра затрат[4];

---

[1] *Маржинальный* доход организации находится как разность между выручкой от реализации продукции и переменными затратами по всем продуктам. По экономическому содержанию маржинальный доход состоит из постоянных затрат и прибыли.

[2] Такая система расчета себестоимости называется «директ-костинг».

[3] Относительный маржинальный доход по конкретному продукту находится путем деления маржинального дохода на выручку от реализации этого продукта.

[4] Центр затрат — функциональное подразделение предприятия, интегрированное в производственный процесс и не работающее с внешними клиентами. Деятельность центра затрат оценивают по фактическим затратам и их экономии по сравнению с плановым уровнем.

3) определение носителя затрат[1] для каждого вида деятельности;

4) определение критерия распределения затрат по каждому виду деятельности на продукт в соответствии с потребностью в ней.

Данный подход позволяет более точно определить себестоимость единицы изделия или заказа при наличии в организации большого спектра переделов и обслуживающих производств.

Калькулирование себестоимости является важным этапом в определении рентабельности производства различных изделий, заказов и т. п. Калькуляция позволяет определить издержки на единицу продукции, а сравнение их с рыночной ценой дает понятие об уровне прибыли (убытков) на единицу продукции. Эта информация очень важна для разработки ассортиментной политики.

Правильный выбор метода калькуляции себестоимости имеет очень большое значение не только в политике формирования затрат, но и во всей финансовой политике организации — от этого зависит корректность определения финансовых результатов производства и реализации по конкретному изделию или направлению деятельности.

Вопросы для самопроверки

1. Какие виды себестоимости в организации существуют и как они определяются?
2. Какие методы калькуляции себестоимости применяют организации и в чем их особенность?
3. Какие преимущества и недостатки есть у существующих методов калькулирования себестоимости?
4. Перечислите особенности применения метода планирования себестоимости «директ-костинг».
5. Назовите особенности применения метода планирования себестоимости «стандарт-костинг».

[1] Носителями затрат являются объекты калькулирования, т. е. отдельные группы изделий, услуг, заказы и т. п.

5.3. Управление расходами (затратами) корпорации

Эффективность управления расходами организации напрямую влияет на финансовые результаты ее деятельности, поэтому является одним из важнейших направлений управления финансами хозяйствующего субъекта.

Управление расходами организации подразумевает следующие основные составляющие:

– знание того, где, когда и в каких объемах расходуются ресурсы организации;

– прогноз того, где, для чего и в каких объемах необходимы дополнительные финансовые ресурсы;

– умение обеспечить максимально высокий уровень отдачи от использования ресурсов организации.

Под *управлением расходами организации понимается система управления расходами на производство и реализацию продукции и внереализационными расходами в процессе осуществления текущей и инвестиционной деятельности, направленная на обеспечение экономичности использования ресурсов организации и максимизации отдачи от них.*

Для эффективного управления расходами (затратами) организации следует руководствоваться следующим алгоритмом (рис. 5.5).

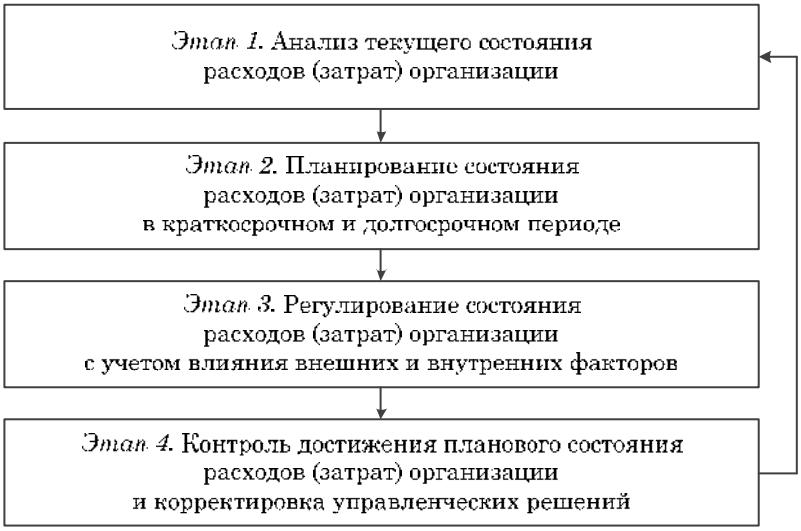

Рис. 5.5. Алгоритм управления расходами (затратами) организации

Этап 1. Анализ текущего состояния расходов (затрат) организации включает:

– анализ динамики и структуры расходов (затрат) организации;

– анализ финансовых показателей эффективности управления расходами (затратами) организации (табл. 5.2).

Таблица 5.2

Показатели оценки эффективности управления расходами (затратами) организации

Показатель	Формула расчета	Пояснение
Доля покрытия издержек по продуктам ДП	$ДП = \frac{В - З_{пер}}{В}$	В — выручка от реализации продукции; $З_{пер}$ — переменные затраты на производство и реализацию продукции
Критический объем продаж (Break even point) *BEP*	$BEP = \frac{З_{пост}}{В - З_{пер}}$	$З_{пост}$ — постоянные затраты на производство и реализацию продукции
Запас финансовой прочности ЗФП	$ЗФП = \frac{В^I - BEP}{В} \times 100\,\%$	$В^I$ — выручка от реализации, измененная под воздействием определенных факторов; *BEP* — критический объем продаж в денежном выражении, первоначально принятый для расчетов
Эффект операционного рычага ЭОР	$ЭОР = \frac{В - З_{пер}}{П_{РПр}}$	$П_{РПр}$ — прибыль от реализации продукции

В процессе анализа структуры расходов организации следует определить не только удельный вес каждой статьи расходов, но и оценить темп изменения ее величины, чтобы заранее выявить расходы, которые могут стать значимыми в ближайшем будущем. Для этого необходимо выполнить следующее:

– составить диаграмму расходов;

– определить тренд по диаграмме расходов;

– выявить важные и контролируемые расходы;

– подробно изучить каждую статью расходов с целью снижения влияния неблагоприятных факторов и выявления периодов их возникновения, а также причин резких изменений.

Проводя отмеченные мероприятия, важно учесть некоторые правила:

– по расходам, составляющим менее 1 % всех расходов организации, невозможно получить существенной экономии;

– для получения 80 % эффекта по улучшению состояния расходов организации достаточно проанализировать 20 % видов расходов;

– значительная, но не контролируемая статья расходов не всегда дает практическую возможность для экономии (например, социальные объекты);

– одновременно с учетом значимых расходов следует сосредоточить внимание на тех из них, которые можно постепенно снизить, а также на тех, которые интенсивно растут и могут достичь высоких значений в ближайшее время.

Анализируя фактическое состояние расходов организации, следует уделить особое внимание материальным и накладным расходам. При этом в структуре накладных расходов необходимо учесть их важные составляющие:

– у производственных накладных расходов — амортизацию и расходы на текущий ремонт, а также расходы на содержание зданий и сооружений;

– у общезаводских накладных расходов — заработную плату персонала и прочие расходы.

На основе проведенного анализа дается квалифицированное суждение о текущем состоянии расходов (затрат) организации.

Этап 2. Планирование состояния расходов (затрат) организации в краткосрочном и долгосрочном периоде начинается с постановки цели и задач управления расходами (затратами) (рис. 5.6).

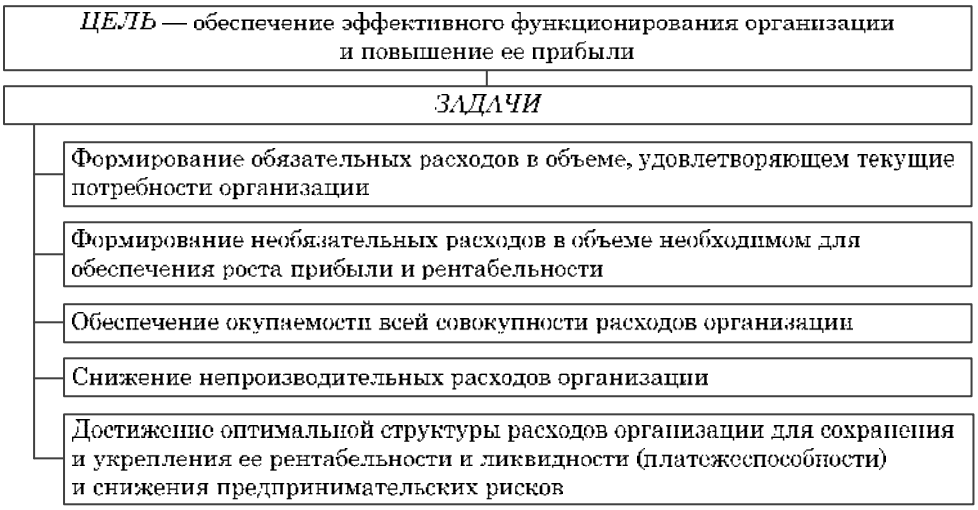

Рис. 5.6. Цель и задачи управления расходами (затратами) организации

Далее осуществляется планирование состояния расходов (затрат) организации в следующем порядке:

1) планирование расходов (затрат) организации на предстоящий финансовый год по форме № 2 (табл. 5.3);

Таблица 5.3

План по расходам (затратам) организации на 20___ г.

№ п/п	Показатель	Сумма, тыс. р.
1	Расходы от основной деятельности, всего, в том числе:	
1.1	себестоимость	
1.2	коммерческие расходы	
1.3	управленческие расходы	
2	Внереализационные расходы, всего, в том числе:	
2.1	проценты к уплате	
2.2	прочие расходы	
3	*Итого (стр. 1 + стр. 2)*	

2) планирование ключевых показателей состояния расходов (затрат) организации (см. табл. 5.2) с учетом принципов реализуемой финансовой политики и финансовой стратегии организации, а также воздействия внешних факторов.

Этап 3. Регулирование состояния расходов (затрат) организации с учетом влияния внешних и внутренних факторов. Осуществляется внедрение принятых мероприятий по улучшению состояния расходов (затрат) организации. Возможный перечень направлений повышения эффективности управления расходами (затратами) организации представлен на рис. 5.7.

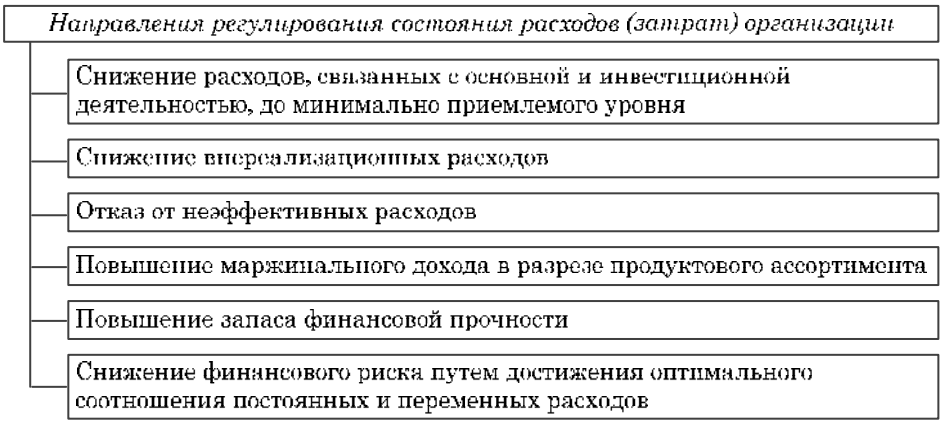

Рис. 5.7. Направления регулирования состояния расходов (затрат) организации

При создании системы учета затрат по видам деятельности целесообразно применять *метод АВС-анализа*. Для обеспечения эффективного управления расходами организации указанный метод предполагается использовать выборочно для разнесения наиболее существенных статей накладных расходов.

Методика учета затрат на основе АВС-метода включает следующие этапы.

1. Диагностика существующей системы калькуляции расходов.

2. Определение процессов, видов деятельности, связанных с производством и реализацией продукции.

3. Классификация расходов по выделенным видам деятельности.

4. Определение расходов, связанных с:

– количеством единиц продукции;

– количеством партий продукции;

– производством конкретного вида продукции;

– существованием бизнеса в целом.

На данном этапе организация будет иметь возможность в процессе дальнейшего управления расходами использовать следующую полученную информацию:

– перечень видов деятельности, связанных с производством и реализацией продукции;

– классификатор расходов организации;

– перечень видов деятельности с указанием носителей;

– себестоимость объектов учета на основе АВС-метода.

5. Определение видов расходов, которые будут разноситься с использованием системы учета по АВС-методу и «традиционных» методов.

6. Определение наиболее существенных видов деятельности с точки зрения расходов и их влияния на себестоимость при использовании АВС-метода.

7. Определение содержания каждого вида деятельности и выбор объективного носителя расходов (базы распределения) характерного для него.

8. Расчет ставки носителей расходов для каждого вида расходов и применение полученной ставки к объектам учета (готовая продукция, каналы распределения, клиенты и т. п.).

9. Создание регламента, описывающего процедуру формирования себестоимости различных объектов учета с использованием АВС-метода.

На данном этапе организация сможет сформулировать предложения по формированию товарного ряда и групп клиентов с точки зрения прибыльности и сформировать регламент расчета себестоимости с использованием ABC-метода.

Выработанная программа действий по регулированию состояния расходов (затрат) организации создаст условия для его последующего мониторинга и принятия корректирующих решений.

Этап 4. Контроль достижения планового состояния расходов (затрат) организации и корректировка управленческих решений. Проводится проверка наличия отклонений фактических показателей состояния расходов (затрат) от плановых. При условии наличия отклонений необходимо определить их характер, т. е. являются они случайными или регулярными. Кроме того, выявляются причины возникновения отклонений с учетом воздействия изменяющейся внутренней и внешней среды. При необходимости вносятся изменения в ранее принятые управленческие решения по регулирования состояния расходов (затрат) организации.

Преимуществами эффективного управления расходами организации являются:

– производство конкурентоспособной продукции за счет более низких расходов и, следовательно, цен;

– наличие качественной и достоверной информации о себестоимости отдельных видов продукции и их позиции на рынке по сравнению с продуктами других производителей;

– возможность использования гибкого ценообразования;

– предоставление объективных данных для составления бюджета организации;

– возможность оценки деятельности каждого подразделения организации с финансовой точки зрения;

– принятие обоснованных и эффективных управленческих решений.

Вопросы для самопроверки

1. Как определяется критический объем продаж (точка «безубыточности»)?
2. Поясните экономическое содержание точки «безубыточности».
3. Какие факторы влияют на величину критического объема продаж?
4. В чем заключается сущность одноступенчатого метода «покрытия затрат по продуктам» и где он применяется?
5. В чем экономический смысл эффекта операционного рычага?

Литература по теме

Гребенников П. И., Тарасевич Л. С. Корпоративные финансы: учебник и практикум для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2022. 252 с.
Денежное хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. 464 с.
Корпоративные финансы: учеб. пособие для вузов / под общ. ред. Н. И. Берзона. М.: Юрайт, 2022. 212 с.
Леонтьев В. Е., Бочаров В. В., Радковская Н. П. Корпоративные финансы: учеб. для вузов. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2022. 354 с.
Лимитовский М. А., Паламарчук В. П., Лобанова Е. Н. Корпоративный финансовый менеджмент: учеб.-практ. пособие / отв. ред. Е. Н. Лобанова. М.: Юрайт, 2021. 990 с.
Пионткевич Н. С. Теоретико-методологический подход к управлению расходами организации // Известия Юго-Западного государственного университета. Серия: Экономика. Социология. Менеджмент. 2015. № 2 (15). С. 59–66.
Самылин А. И. Корпоративные финансы: финансовые расчеты: учебник. М.: ИНФРА-М, 2022. 472 с.

Основные термины

Затраты организации — уменьшение экономических выгод в результате выбытия активов и (или) возникновение обязательств, приводящих к уменьшению капитала организации, исключая уменьшение вкладов по решению собственников организации.

Себестоимость продукции (работ, услуг) — стоимостная оценка использованных в процессе производства продукции (работ, услуг) природных ресурсов и предметов труда, услуг других организаций и оплаты труда работников.

Калькулирование себестоимости — процесс отнесения тех или иных видов затрат непосредственно на их носители.

Управление расходами организации — система управления расходами на производство и реализацию продукции и внереализационными расходами в процессе осуществления текущей и инвестиционной деятельности, направленная на обеспечение экономичности использования ресурсов организации и максимизации отдачи от них.

6 Экономическая природа прибыли и рентабельности корпорации

6.1. Экономическая сущность прибыли и рентабельности корпорации

Получение прибыли является основной экономической целью деятельности любой коммерческой организации.

Прибыль выступает финансовым результатом деятельности организации и определяется как разница между полученными доходами и произведенными расходами.

Для налогового учета формируют следующие пять видов прибыли (убытков):

1) валовая прибыль, полученная как разность между выручкой и полной себестоимостью;

2) прибыль от продаж, выступающая финансовым результатом основной деятельности организации, связанной с производством и реализацией продукции;

3) внереализационная прибыль — финансовый результат прочих видов деятельности;

4) прибыль до налогообложения, включающая прибыль от продаж и внереализационную прибыль;

5) чистая прибыль — конечный финансовый результат деятельности организации.

Для управленческого учета формируется чистая прибыль, остающаяся в распоряжении организации, она освобождена от всех обязательств и подлежит распределению в фонды накопления, потребления и резервный фонд.

На процесс формирования прибыли воздействуют две группы факторов:

– внешние факторы, под которыми понимаются рыночные условия ценообразования на сырье и продукцию организации, условия на

рынке труда, а также условия формирования некоторых статей внереализационных доходов и расходов;

– внутренние факторы, включающие в себя условия формирования затрат, а также отдельных статей внереализационных доходов и расходов.

На процесс распределения прибыли также влияет ряд внешних и внутренних факторов:

– внешними факторами являются законодательные акты в области налогообложения и пр.;

– внутренними факторами могут выступать потребности организации (например, в области инвестирования или решения социальных задач трудовых коллективов), обязательства перед акционерами по выплате дивидендов и т. п.

Показатели прибыли и рентабельности наряду с ликвидностью (платежеспособностью) являются основными при оценке финансового состояния организации.

Рентабельность предприятия (продукции) (ROM) рассчитывается как отношение прибыли от реализации к сумме затрат на производство и реализацию продукции, показывает, сколько рублей прибыли организация имеет с каждого рубля, затраченного на производство и реализацию продукции:

$$ROM = \text{Чистая прибыль} / \text{Себестоимость} \times 100\ \%. \qquad (6.1)$$

Этот показатель может рассчитываться как в целом по организации, так и по ее отдельным подразделениям или видам продукции.

Рентабельность собственного капитала (ROE) — относительный показатель эффективности деятельности, частное от деления чистой прибыли, полученной за период, на собственный капитал организации. Показывает отдачу на инвестиции акционеров:

$$ROE = \text{Чистая прибыль} / \text{Собственный капитал} \times 100\ \%. \qquad (6.2)$$

Рентабельность продаж (ROS) — это коэффициент рентабельности, который показывает долю прибыли в каждом полученном от продаж рубле, рассчитывается как отношение операционной прибыли (прибыли от продаж) за определенный период к выраженному в денежных средствах объему продаж за тот же период:

$$ROS = \text{Операционная прибыль} / \text{Выручка} \times 100\ \%. \qquad (6.3)$$

Рентабельность активов (ROA) — относительный показатель эффективности деятельности, частное от деления чистой прибыли, полученной за период, на общую величину активов организации за период. Показывает способность активов компании порождать прибыль:

$$ROA = \text{Чистая прибыль} / \text{Активы} \times 100\ \%. \quad (6.4)$$

Рентабельность активов — индикатор доходности и эффективности деятельности организации, очищенный от влияния объема заемных средств. Применяется для сравнения организаций одной отрасли.

Рентабельность деятельности персонала (ROL) — отношение чистой прибыли к среднесписочной численности персонала:

$$ROL = \text{Чистая прибыль} / \text{Среднесписочная численность} \times 100\ \%. \quad (6.5)$$

Коэффициент базовой прибыльности активов (Basic earning power — BEP) — отношение прибыли до уплаты налогов и процентов к получению к суммарной величине активов:

$$BEP = EBIT / \text{Активы} \times 100\ \%. \quad (6.6)$$

Рентабельность инвестированного, перманентного капитала (ROIC) — отношение чистой операционной прибыли к среднему за период собственному и долгосрочному заемному капиталу:

$$ROIC = (EBIT \times (1 - \text{Ставка налога на прибыль}) - \\ - \text{Сумма процентов по Заемному капиталу}) / \\ \text{Инвестированный капитал} \times 100\ \%. \quad (6.7)$$

Рентабельность можно рассматривать как результат воздействия технико-экономических факторов, а значит, как объект технико-экономического анализа, основная цель которого выявить количественную зависимость конечных финансовых результатов финансово-хозяйственной деятельности от основных технико-экономических факторов.

Вопросы для самопроверки

1. Какие факторы оказывают влияние на размер выручки от реализации продукции (работ, услуг)? Дайте их характеристику.
2. Назовите методы планирования выручки от реализации продукции (работ, услуг).

3. Назовите факторы, влияющие на величину прибыли организаций.
4. Что относится к внереализационным доходам в организации?
5. Охарактеризуйте виды прибыли организаций.

6.2. Система формирования и направления использования прибыли корпорации

Управление прибылью является одним из важнейших направлений финансового менеджмента организации и способствует достижению основной цели ее деятельности.

Прибыль организации является экономической категорией, представляющей собой форму денежных накоплений, характеризующую финансовый результат хозяйственной деятельности организации. Другими словами, *прибыль организации* — это разница между полученными доходами и произведенными расходами.

Управление прибылью организации охватывает важные управленческие решения, связанные с формированием и использованием прибыли.

Рассмотрим систему формирования прибыли организации, используемую в целях налогового учета (рис. 6.1).

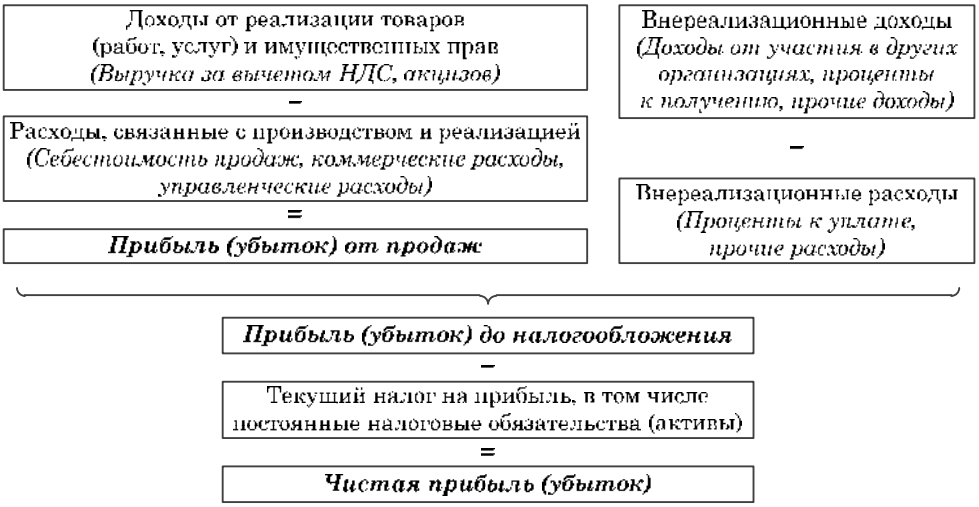

Рис. 6.1. Система формирования прибыли организации[1]

[1] Сост. по: *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 221.

Процесс формирования прибыли связан с образованием отдельных групп доходов организации и понесением соответствующих групп расходов. В целях налогообложения прибыли к доходам организации относятся доходы от реализации товаров (работ, услуг) и имущественных прав, а также внереализационные доходы.

Расходы в зависимости от их характера, а также условий осуществления и направлений деятельности организации подразделяются на расходы, связанные с производством и реализацией, и внереализационные расходы.

Рассмотрим последовательно указанные группы доходов и расходов организации.

Доходом от реализации признают выручку от реализации товаров (работ, услуг) как собственного производства, так и ранее приобретенных, а также выручку от реализации имущественных прав, т. е. неиспользуемого оборудования, сырья, земельных участков и пр.

Данная группа доходов подлежит планированию. Принято выделять следующие *методы планирования выручки от реализации товаров (работ, услуг)*:

– метод прямого счета, согласно которого выручка планируется:

$$В = V_{нат} \times Ц_{ед}, \tag{6.8}$$

где В — выручка от реализации продукции; $V_{нат}$ — объем продаж в натуральном выражении по результатам маркетинговых исследований; $Ц_{ед}$ — отпускная цена единицы продукции;

– расчетный метод:

$$В = О_1 + Т - О_2, \tag{6.9}$$

где Т — товарный выпуск продукции; $О_1$ и $О_2$ — остатки готовой продукции на начало и конец планируемого периода соответственно.

Для остатков готовой продукции на начало и конец планируемого периода применяются следующие коэффициенты пересчета:

$$К_{О1} = В_{IV\ отч.\ отп.\ ц} / В_{IV\ отч.\ произв.\ с/с}, \tag{6.10}$$

где $В_{IV\ отч.\ отп.\ ц}$ — выручка от реализации продукции по отпускным ценам IV кв. отчетного года; $В_{IV\ отч.\ произв.\ с/с}$ — выручка от реализации продукции по производственной себестоимости IV кв. отчетного года;

$$К_{О2} = В_{IV\ план.\ отп.\ ц} / В_{IV\ план.\ произв.\ с/с}, \quad (6.11)$$

где $В_{IV\ план.\ отп.\ ц.}$ — выручка от реализации продукции по отпускным ценам IV кв. планируемого года; $В_{IV\ план.\ произв.\ с/с}$ — выручка от реализации продукции по производственной себестоимости IV кв. планируемого года.

Расходы, связанные с производством и (или) реализацией, подразделяются на: материальные расходы, расходы на оплату труда, суммы начисленной амортизации и прочие расходы.

Виды доходов и расходов, связанных с внереализационными операциями и сделками, представлены на рис. 6.2.

Внереализационные доходы	***Внереализационные расходы***
– от долевого участия в других организациях; – в виде положительной (отрицательной) курсовой разницы при продаже (покупке) иностранной валюты; – в виде признанных должником или подлежащих уплате штрафов, пеней и (или) иных санкций за нарушение договорных обязательств, а также сумм возмещения убытков или ущерба; – от сдачи имущества в аренду; – в виде безвозмездно полученного имущества (работ, услуг); – в виде дохода прошлых лет, выявленного в отчетном (налоговом) периоде; – в виде сумм кредиторской задолженности, списанной в связи с истечением срока исковой давности; – от предоставления в пользование прав на результаты интеллектуальной деятельности и приравненные к ним средства индивидуализации; – в виде процентов, полученных по договорам займа, кредита, банковского счета, банковского вклада, а также по ценным бумагам и другим долговым обязательствам; – прочие внереализационные доходы	– на оплату услуг банков; – расходы по операциям с финансовыми инструментами срочных сделок; – связанные с консервацией и расконсервацией производственных мощностей и объектов и другие обоснованные расходы; – расходы по операциям с тарой; – судебные расходы и арбитражные сборы; – на формирование резервов по сомнительным долгам; – в виде процентов по долговым обязательствам любого вида — в пределах норматива; – на содержание переданного по договору аренды имущества; – в виде процентов и иных санкций, уплаченных за нарушение договорных обязательств; – прочие внереализационные расходы

Рис. 6.2. Виды доходов и расходов, связанных с внереализационными операциями и сделками[1]

[1] Сост. по: *Налоговый* кодекс РФ. Ч. II. Гл. 25. Ст. 250, 265.

Чистая прибыль, остающаяся в распоряжении организации

Фонд накопления	Фонд потребления	Резервный фонд	Нераспределенная прибыль
– создание и приобретение основных средств, включая капитальное строительство в форме нового строительства; реконструкция, расширение и техническое перевооружение действующих предприятий как имущественного комплекса, направленное на производство продукции; – другие работы капитального характера; – приобретение зданий, сооружений, оборудования, транспортных средств и других отдельных объектов (или их частей) основных средств, оборудования и т. п.; – приобретение и (или) создание объектов нематериальных активов, а также их улучшение и т. д.	– выдача займов (ссуд) работникам в соответствии с законодательством, в том числе на строительство жилья; – осуществление мероприятий по социальному развитию (кроме капитальных вложений); – материальное поощрение коллектива организации, не приводящее к образованию нового имущества организации; – выплата материальной помощи работникам организации; – выплата единовременных пособий уходящим на пенсию работникам, надбавок к пенсиям; – оплата предоставляемых дополнительных (сверх установленной трудовым законодательством продолжительности) отпусков и т. д.	Покрытие убытков, погашение облигаций и выкуп акций общества в случае отсутствия иных средств	

Рис. 6.3. Направления использования прибыли организации[1]

[1] Сост. по: *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 221.

Следующим существенным вопросом в управлении прибылью организации является ее распределение и эффективное использование. Рассмотрим основные направления распределения и использования прибыли организации (рис. 6.3).

Пропорции между объемами чистой прибыли, используемой по различным направлениям, устанавливаются индивидуально в каждой организации с учетом принципов, заложенных в политику распределения прибыли собственниками организации.

Вопросы для самопроверки

1. Охарактеризуйте методы планирования прибыли.
2. Что такое система налогов, уплачиваемых организацией? Назовите источники их уплаты. Дайте понятие налоговой нагрузки организации.
3. Каков порядок распределения прибыли по фондам организации?
4. В чем проблема конфликта интересов между собственниками и менеджментом?
5. Как распределяется чистая прибыль, остающаяся в распоряжении организации?

6.3. Управление прибылью и рентабельностью корпорации

Под *управлением прибылью* организации понимается система управления доходами и расходами организации в процессе осуществления текущей и инвестиционной деятельности, а также соблюдение принципов, положенных в основу проводимой дивидендной и налоговой политик.

С целью эффективного управления прибылью и рентабельностью организации следует руководствоваться следующим алгоритмом (рис. 6.4).

Этап 1. Анализ текущего состояния прибыли и рентабельности организации включает:

– анализ фактического состояния отдельных видов прибыли организации, в том числе факторный анализ;

– анализ критического объема продаж, доли покрытия расходов по продуктам (относительного маржинального дохода), эффекта операционного рычага;

– анализ финансовых показателей эффективности управления прибылью и рентабельностью организации.

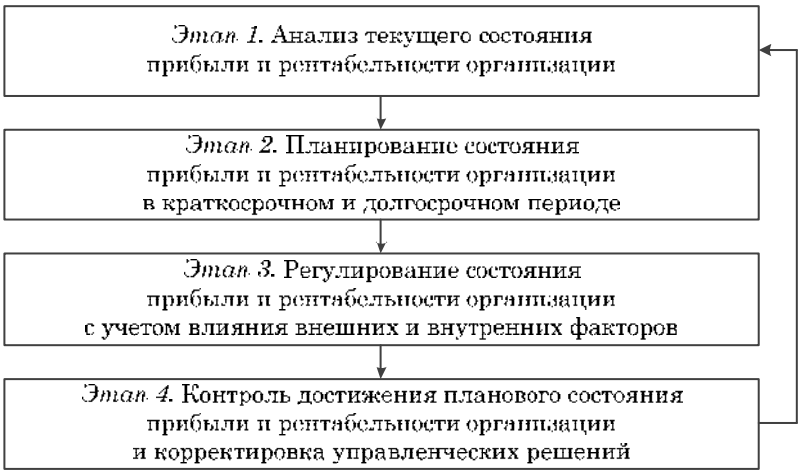

Рис. 6.4. Алгоритм управления прибылью и рентабельностью организации

На основе проведенного анализа дается квалифицированное суждение о текущем состоянии прибыли и рентабельности организации.

Этап 2. Планирование состояния прибыли и рентабельности организации в краткосрочном и долгосрочном периоде начинается с постановки цели и задач управления прибылью и рентабельностью (рис. 6.5).

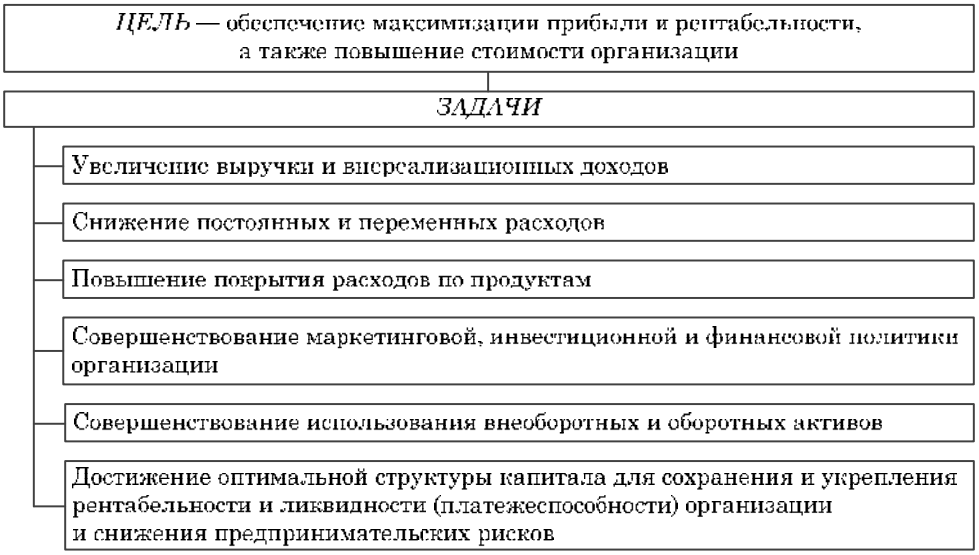

Рис. 6.5. Цель и задачи управления прибылью и рентабельностью организации

Доходы и прибыль необходимо планировать для принятия обоснованных управленческих решений по укреплению финансового положения организации.

Планирование доходов организации на предстоящий финансовый год имеет вид, представленный в табл. 6.1.

Таблица 6.1

План по доходам организации на 20___ г.

№ п/п	Показатель	Сумма, тыс. р.
1	Доходы от реализации (выручка), всего	
2	Внереализационные доходы, всего, в том числе:	
2.1	доходы от участия в других организациях	
2.2	проценты к получению	
2.3	прочие доходы	
3	*Итого (стр. 1 + стр. 2)*	

Прибыль организации можно планировать следующими методами:

– *методом прямого счета* — основан на определении разницы между результатом и расходами для получения данного результата; применяется для исчисления представленных пяти видов прибыли;

– *аналитическим методом* — используется для обоснования управленческих решений по ассортиментной, сбытовой, инвестиционной политике с целью получения большего размера прибыли при меньших расходах; применим к расчету прибыли от продаж.

При этом можно выделить следующие этапы расчетов:

1) планирование прибыли по сравнимой товарной продукции, т. е. продукции, которая уже производится организацией;

2) планирование прибыли по несравнимой товарной продукции (принципиально новый вид продукции, готовящийся к производству);

3) составление сводного плана по прибыли от реализации продукции (работ, услуг) организации.

При расчете плановой прибыли по сравнимой товарной продукции должны соблюдаться следующие этапы:

1) определение базовой прибыли и рентабельности продукции;

2) определение объема товарной продукции в планируемом году по себестоимости отчетного года;

3) исчисление прибыли на товарный выпуск;

4) выявление степени влияния факторов, воздействующих в планируемом году на размер прибыли (например, изменение себестоимости, ассортимента, качества продукции и т. п.). На данном этапе

расчета сравнивают прибыль, получаемую от воздействия факторов, с необходимыми инвестициями. Менеджеры организации принимают управленческие решения о необходимости соответствующих изменений;

5) выявление влияния на прибыль остатков готовой продукции на складе на начало и конец отчетного периода. На данном этапе корректируется сбытовая политика организации. Если остатки готовой продукции на складе на конец отчетного периода высоки и это приводит к потере прибыли, то необходимо активизировать сбыт продукции.

Расчет плановой прибыли по несравнимой товарной продукции основан на прогнозировании ее рентабельности. Для определения общей суммы прибыли от продаж составляют сводный план по прибыли. В данный документ вносят оптимальные показатели прибыли, принятые на основе предполагаемых к внедрению управленческих решений (табл. 6.2).

Таблица 6.2

Сводный план по прибыли от продаж организации на 20___ г.

№ п/п	Показатель	Сумма, тыс. р.
1	Себестоимость товарной продукции планируемого года, всего, в том числе несравнимой товарной продукции	
2	Прибыль на товарный выпуск сравнимой продукции планируемого года исходя из базовой рентабельности	
3	Влияние на прибыль по сравнимой продукции факторов, не учтенных в базовой рентабельности: – изменение прибыли за счет изменения себестоимости; – изменение прибыли за счет сдвигов в ассортименте; – изменение прибыли за счет улучшения качества продукции	
4	*Прибыль от производства сравнимой товарной продукции планируемого года (стр. 2 + стр. 3)*	
5	Прибыль от реализации остатков готовой продукции на начало планируемого года	
6	Прибыль от реализации остатков готовой продукции на конец планируемого года	
7	*Прибыль от реализации сравнимой товарной продукции в планируемом году (стр. 4 + стр. 5 – стр. 6)*	
8	Прибыль от реализации несравнимой товарной продукции	
9	*Общая сумма прибыли от продаж по организации (стр. 7 + стр. 8)*	

Примечание. Сост. по: *Денежное* хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. С. 224.

Планирование ключевых показателей состояния прибыли и рентабельности организации осуществляется с учетом выполнения принципов реализуемой финансовой политики и финансовой стратегии организации, а также воздействия внешних факторов.

Планирование прибыли является основой для составления бюджета прибыли.

Этап 3. Регулирование состояния прибыли и рентабельности организации с учетом влияния внешних и внутренних факторов. Осуществляется внедрение принятых мероприятий по улучшению состояния прибыли и рентабельности организации. Возможный перечень направлений повышения прибыли и рентабельности представлен на рис. 6.6.

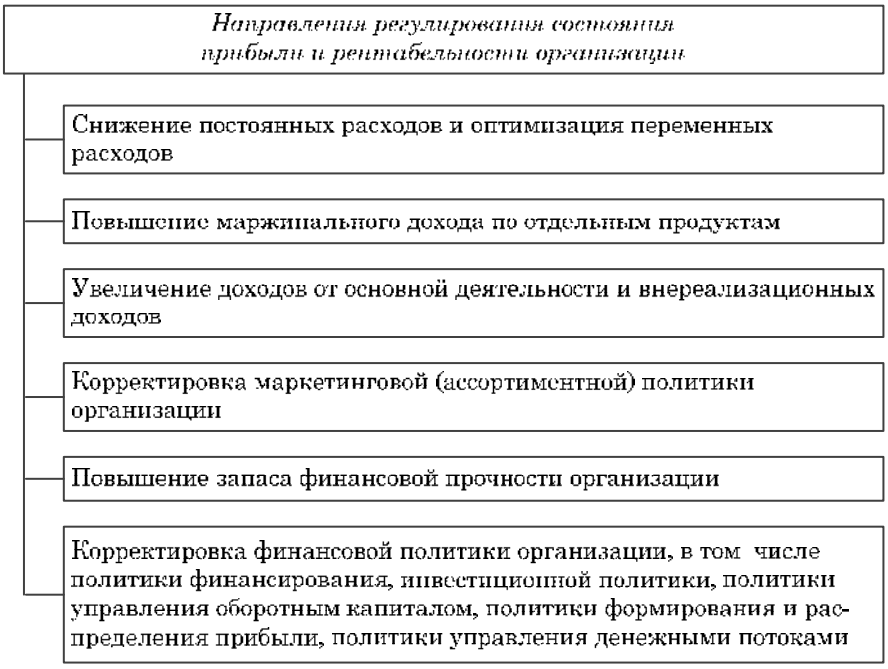

Рис. 6.6. Направления регулирования состояния прибыли и рентабельности организации

Выработанная программа действий по регулированию состояния прибыли и рентабельности организации создаст условия для его последующего мониторинга и принятия корректирующих решений.

Этап 4. Контроль достижения планового состояния прибыли и рентабельности организации и корректировка управленческих решений. Проводится проверка наличия отклонений фактических пока-

зателей состояния прибыли и рентабельности от плановых. При условии наличия отклонений необходимо определить их характер, т. е. являются они случайными или регулярными. Кроме того, выявляются причины возникновения отклонений с учетом воздействия изменяющейся внутренней и внешней среды. При необходимости вносятся изменения в ранее принятые управленческие решения по регулированию состояния прибыли и рентабельности.

Применение рассмотренного алгоритма управления прибылью и рентабельностью организации позволит повысить качество финансового управления в области формирования доходов, расходов и финансовых результатов ее деятельности, а также обеспечит эффективное функционирование организации в целом.

Эффективное управление прибылью и рентабельностью организации, характеризующееся формированием достаточного количества доходов, достижением оптимального состояния расходов и осуществлением конструктивной налоговой и дивидендной политики, призвано в краткосрочном периоде сохранить и укрепить рентабельность и ликвидность (платежеспособность) организации, а в долгосрочном — повысить ее конкурентоспособность и инвестиционную привлекательность.

Вопросы для самопроверки

1. Дайте понятие и назовите основные виды рентабельности.
2. Какие финансовые инструменты используются в процессе анализа показателей прибыли и рентабельности?
3. Дайте характеристику этапам управления рентабельностью организации.
4. Назовите особенности применения метода прямого счета и аналитического метода при планировании рентабельности.
5. Перечислите мероприятия по улучшению показателей прибыли и рентабельности.

Литература по теме

Гребенников П. И., Тарасевич Л. С. Корпоративные финансы: учебник и практикум для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2022. 252 с.

Денежное хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. 464 с.

Корпоративные финансы: учеб. пособие для вузов / под общ. ред. Н. И. Берзона. М.: Юрайт, 2022. 212 с.

Леонтьев В. Е., Бочаров В. В., Радковская Н. П. Корпоративные финансы: учеб. для вузов. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2022. 354 с.
Лимитовский М. А., Паламарчук В. П., Лобанова Е. Н. Корпоративный финансовый менеджмент: учеб.-практ. пособие / отв. ред. Е. Н. Лобанова. М.: Юрайт, 2021. 990 с.
Пионткевич Н. С. Управление прибылью организации: теория и методология // Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 3: Экономика. Экология. 2015. № 4. С. 217–226.
Самылин А. И. Корпоративные финансы: финансовые расчеты: учебник. М.: ИНФРА-М, 2022. 472 с.

Основные термины

Прибыль организации — экономическая категория, представляющая собой форму денежных накоплений, характеризующую финансовый результат хозяйственной деятельности организации; разница между полученными доходами и произведенными расходами.

Валовая прибыль — разница между выручкой и полной себестоимостью.

Прибыль от продаж — финансовый результат основной деятельности организации, связанной с производством и реализацией продукции.

Внереализационная прибыль — финансовый результат от прочих видов деятельности.

Прибыль до налогообложения — совокупность прибыли от продаж и внереализационной прибыли.

Чистая прибыль — конечный финансовый результат деятельности организации.

Чистая прибыль, остающаяся в распоряжении организации — прибыль, освобожденная от всех обязательств и подлежащая распределению в фонды накопления, потребления и резервный фонд.

Доход от реализации — выручка от реализации товаров (работ, услуг) как собственного производства, так и ранее приобретенных, а также выручка от реализации имущественных прав, т. е. неиспользуемого оборудования, сырья, земельных участков и пр.

Управление прибылью организации — система управления доходами и расходами организации в процессе осуществления текущей и инвестиционной деятельности, а также соблюдения принципов, положенных в основу проводимой дивидендной и налоговой политик.

7 Трансфертное ценообразование в корпоративных структурах

7.1. Понятие и сущность трансфертного ценообразования, особенности его влияния на финансовый результат деятельности корпораций

Трансферты товаров и услуг внутри одной организационной единицы, или, другими словами, внутриорганизационная коммерческая деятельность (внутренняя торговля), являются предпосылкой построения системы трансфертного ценообразования (ТЦО) в холдинговых структурах или корпорациях.

Возникает вопрос, почему же появляется внутренняя торговля и некоторые виды экономической деятельности ведутся внутри группы компаний, а не между ними?

Отдельные компании внутри корпорации — группы компаний — продают друг другу товары, делают работы или предоставляют услуги, но не по собственной себестоимости, а по определенным принципам и определенным методам ТЦО. Основная задача, которую решает ТЦО, — повышение эффективности деятельности компаний внутри корпорации.

На теоретическом уровне внутреннее ценообразование описано основоположниками теории фирмы — Р. Коузом и М. Миллером, которые рассматривали трансфертные цены в качестве индикатора и источника информации о происходящих в компании процессах, в частности, о ее хозяйственной эффективности.

Результаты этих исследований позволяют охарактеризовать трансфертное ценообразование не только как форму отношений между зависимыми юридическими лицами, но и как необходимый

элемент их финансовой политики, регулирующий «справедливое» распределение ресурсов, дающий базу для расчета внешних цен и позволяющий сравнивать эффективность разных бизнес-направлений.

В этом отношении трансфертное ценообразование можно рассматривать с точки зрения анализа цепочки создания стоимости, предложенной М. Портером. Как инструмент оценки стратегии эта цепочка обладает следующими характеристиками:

– определение источника конкурентного преимущества;

– выделение связей в цепочке создания стоимости;

– формулировка общих стратегий (лидерство по издержкам, дифференциация и концентрация) для достижения и поддержания конкурентного преимущества.

В условиях рыночной экономики цена считается одной из наиболее независимых категорий и является основным ориентиром для всех участников рыночных отношений. При этом экономическая теория описывает максимизацию прибыли как главную цель, которую обычно преследуют коммерческие фирмы. В формировании и установлении цен заинтересованы не только юридические лица, индивидуальные предприниматели, но и государство в лице фискальных органов, так как в расчете практически всех значимых налогов заложена цена реализации товаров (работ, услуг и других объектов).

В зарубежной экономической литературе понятие «трансфертная цена» исследовалось достаточно большим кругом авторов (рис. 7.1).

Цена называется «трансфертной», потому что она отличается от рыночной цены аналогичной сделки. Получается, что компания покупает или продает товары (услуги) по своим правилам.

Таким образом, деятельность по установлению «своих цен» внутри одной корпорации и (или) группы компаний называется трансфертным ценообразованием.

Трансфертное ценообразование является реализацией продукции по особым ценам, которые отличны от рыночных. Подобное толкование трансфертного ценообразования предполагает деление его на две составные и взаимосвязанные части: ценообразование внутри предприятий (корпораций) и между различными предприятиями (корпорациями).

Существенным различием между данными видами организации ценообразования является то, что первое организуется менеджментом компании как система внутреннего управления производством и не зависит от системы государственного регулирования

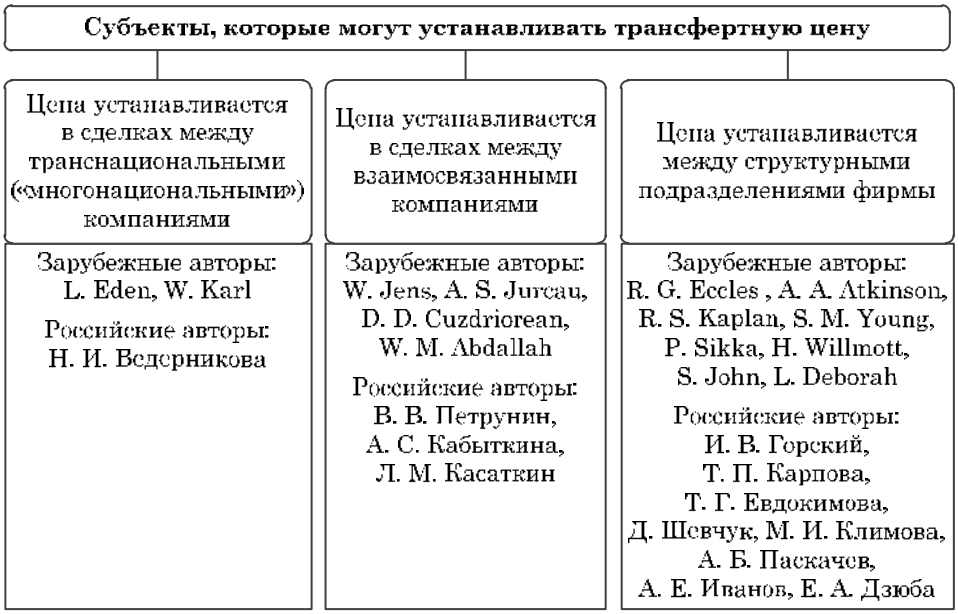

Рис. 7.1. Эволюция научных взглядов в отношении круга лиц, устанавливающих трансфертные цены

экономики. Второе полностью зависит от государственного регулирования экономики стран и необходимо для правильного функционирования организаций.

В настоящее время в качестве основных рекомендательно-методических международных документов в сфере регулирования трансфертного ценообразования выступает Руководство Организации по экономическому сотрудничеству и развитию 1995 г. «О трансфертном ценообразовании для транснациональных корпораций и налоговых органов»[1]. Основываются такие рекомендации на американских правовых нормах — положениях Кодекса внутренних доходов США, так как именно они выступают в качестве родоначальника трансфертного ценообразования.

Контроль над правильностью использования трансфертных цен осуществляется для полноты уплаты и исчисления налогов:

– налог на прибыль организаций;
– налог на доходы физических лиц;
– налог на добычу полезных ископаемых;
– налог на добавленную стоимость;

[1] *Методы* трансфертного ценообразования. URL: https://businessman.ru/new-metody-transfertnogo-cenoobrazovaniya-chto-takoe-transfertnoe-cenoobrazovanie.html.

– налог на дополнительный доход от добычи углеводородного сырья с 2019 г.

Налоговым кодексом РФ был расширен перечень методов трансфертного ценообразования, который используется при определении соответствия цен, применяемых в сделках[1]:

– метод сопоставимых рыночных цен;

– метод цены последующих реализаций;

– метод сопоставимой рентабельности;

– затратный метод;

– метод распределения прибыли.

Допускается также использование комбинации двух и более методов[2].

Статья 105.1 НК РФ вводит понятие «взаимозависимых лиц». Взаимозависимыми могут быть признаны физические лица, юридические лица и индивидуальные предприниматели. Взаимозависимость определяется по следующим критериям, которые определяют степень влияния на лиц при заключении сделок или принятии решений:

– наличие у компании или физического лица определенной доли уставного капитала юридического лица, которая дает право голоса;

– наличие у физического лица должностных полномочий, а у юридического лица правового статуса, которые позволяют управлять действиями компании;

– наличие родственных связей между физическими лицами.

Статья 105.14 НК РФ также вводит понятие «контролируемая сделка». К таким сделкам следует относить сделки между взаимозависимыми лицами при соблюдении любого условия, предусмотренного указанной статьей:

1) сделки, если сумма доходов за год больше 1 млрд р. и выполняется хотя бы одно из условий:

– стороны сделки применяют разные ставки по налогу на прибыль;

– одна из сторон — плательщик НДПИ, использующий ставку в процентах, и объект сделки — добытое полезное ископаемое;

– хотя бы одна сторона сделки применяет ЕСХН или ЕНВД;

– одна из сторон освобождена от обязанностей налогоплательщика по налогу на прибыль организаций;

---

[1] *Налоговый* кодекс РФ.

[2] Там же.

– одна из сторон — плательщик налога, чья деятельность связана с добычей углеводородного сырья на новом морском месторождении углеводородного сырья, а другая сторона не подпадает под такие условия;

– хотя бы одна сторона сделки является исследовательским корпоративным центром по проекту «Сколково»;

– хотя бы одна из сторон применяет инвестиционный налоговый вычет по налогу на прибыль;

– хотя бы одна из сторон сделки является плательщиком налога на дополнительный доход от добычи углеводородного сырья, учитывающим при расчете налоговой базы по нему доходы (расходы) по такой сделке;

2) сделки с нерезидентами РФ. Сделки со взаимозависимыми иностранными лицами признаются контролируемыми по общему основанию, установленному п. 1 ст. 105.14 НК РФ. Сделки признаются контролируемыми, если превышен суммовой критерий в 60 млн р. за год (п. 3 ст. 105.14 НК РФ).

НК РФ предусматривает штрафы при несоблюдении требований законодательства в части контролируемых сделок[1]:

– непредставления уведомления о контролируемых сделках в установленный срок — 5 000 р.;

– недостоверного заполнения отдельных реквизитов уведомления — 5 000 р.;

– неуплаты или неполной уплаты сумм налога — 40 % от неуплаченной суммы налога, но не менее 30 000 р.

ОЭСР сформулирован ряд допустимых методов трансфертного ценообразования, которые можно разделить на две группы: традиционные и специальные[2].

Все рекомендованные ОЭСР методы ценообразования отражены в нормативно-правовых актах большинства стран-участниц и стран-наблюдателей ОЭСР с учетом социально-экономических условий конкретной страны. Страны сами определяют последовательность применения методов ценообразования, рекомендованных ОЭСР.

Россия в 2017 г. присоединилась к реализации плана BEPS. План BEPS — это план действий, направленный на противодействие размыванию налогооблагаемой базы и выводу прибыли компаний из-под налогообложения.

---

[1] *Налоговый* кодекс РФ.

[2] *Руководство* ОЭСР по трансфертному ценообразованию 1995 г. URL: http://taxslov.ru/35/l35_199.htm.

Кроме того, Россия присоединилась к многостороннему Соглашению компетентных органов об автоматическом обмене CbC Report. CbC Report — это таблица, в которой по каждой компании, входящей в интегрированную корпоративную структуру, показываются все финансовые и нефинансовые показатели для осуществления оценки налоговыми органами результатов их финансовой деятельности. ФНС России включена в обмен CbC Report с компетентными органами иностранных государств, что даст возможность использовать содержащуюся в них информацию для предпроверочного анализа. Российские налогоплательщики также смогут централизованно представлять CbC Report, в том числе в отношении участников группы — налоговых резидентов иностранных государств, без риска применения вторичного порядка истребования.

Цена, устанавливаемая хозяйствующим субъектом, составляет основу при определении налоговой базы по налогу на прибыль, или, как указывает И. И. Кучеров[1], «цена позволяет определить стоимость того, что подлежит налогообложению». Компании, являющиеся частью корпорации, осуществляя сделки друг с другом, в ряде случаев устанавливают цены, которые предопределены их зависимостью (связанностью), и имеют одним из последствий занижение налоговой базы за счет манипулирования размером доходов, расходов (или убытков). Регулирующее воздействие осуществляется посредством перераспределения дохода внутри группы, в том числе с участием структур в низконалоговых (офшорных) юрисдикциях.

В такой ситуации для налоговых органов важно установить, соответствует ли рыночной цене так называемая трансфертная цена, цена передачи. В Протоколе об обмене информацией по контролю над трансфертным ценообразованием между налоговыми и таможенными органами государств — членов Евразийского экономического сообщества 2006 г. трансфертная цена определена как цена на товары (работы, услуги), которая отличается от объективно сформированной при совершении международных сделок рыночной (свободной) цены.

А. А. Копина критикует несовершенство подхода законодателя, предложившего в п. 1 ст. 105 НК РФ «замысловатое определение через институт взаимозависимых лиц, притом что в некоторых случаях сам факт взаимозависимости еще не приводит к тому, что цена стано-

---

[1] *Кучеров И. И.* Деньги, денежные обязанности, денежные взыскания: монография. М.: ЮрИнфоР-Пресс, 2012. 190 с.

вится менее рыночной, чем между не взаимозависимыми лицами»[1]. Несмотря на отдельные недостатки формулировок, они не противоречат друг другу и общей логике современного налогового контроля над трансфертным ценообразованием.

Для целей НК РФ признаются рыночными цены, применяемые в сделках, сторонами которых являются лица, не признаваемые взаимозависимыми, а также доходы (прибыль, выручка), получаемые лицами, являющимися сторонами таких сделок. Соответственно, взаимозависимые лица, устанавливая цены в сделках между собой, для целей исчисления налоговой базы должны руководствоваться принципом «на расстоянии вытянутой руки». Таким образом, в НК РФ:

1) сформулировано правило, какая именно цена считается рыночной (это цена сделки независимых лиц). Рыночными признаются и доходы, прибыль, выручка, которые получены в сделках независимых (несвязанных) лиц;

2) закреплена презумпция рыночности цены, примененной при исчислении налоговой базы, в том числе (но не исключительно) в отношении сделок между взаимозависимыми лицами, пока иное не доказано ФНС России либо не подтверждено действиями самого налогоплательщика по корректировке цены.

Находясь в состоянии взаимной зависимости со своим контрагентом, не позволяющей изначально отнести цену сделки к рыночной, налогоплательщик защищен правилом п. 3 ст. 105 НК РФ («пока не доказано обратное»).

Трансфертные цены позволяют перераспределять общую прибыль группы лиц в пользу лиц, находящихся в государствах с более низкими налогами. ФНС России характеризует такое перераспределение как распространенную «схему минимизации уплачиваемых налогов». Но трансфертное ценообразование само по себе не является чем-то незаконным. Установление цен, отличающихся от рыночных, может быть обусловлено объективными аспектами деятельности холдинга. Не всегда различие в ценах есть следствие намеренного занижения налоговой базы, хотя и такие причины могут лежать в основе принятия бизнес-решений при формировании цен сделок. Правонарушением является именно манипулирование ценами. Это форма более общего явления намеренного искажения цен, включающего в том числе сделки между несвязанными или неявно связанными сторо-

---

[1] *Копина А. А.* К вопросу о взаимосвязи рыночной цены и взаимозависимости лиц // Финансовое право. 2013. № 9. С. 34–40.

нами (например, при импорте или экспорте товаров), в целях уклонения от уплаты налогов. Такая практика является распространенным каналом незаконного вывода средств за рубеж.

Вопросы для самопроверки

1. В чем заключается экономическая сущность трансфертного ценообразования?
2. Что с точки зрения НК РФ означает понятие «взаимозависимые лица»?
3. Какими законодательными актами регулируется механизм трансфертного ценообразования в Российской Федерации и за рубежом?
4. Объясните взаимосвязь между трансфертным ценообразованием и формированием величины налога на прибыль корпорации.
5. Как отличить применение механизма трансфертных цен внутри группы компаний от процесса манипулирования ценами?

7.2. Особенности выбора и применения методов трансфертного ценообразования

Трансфертные цены пользуются огромной популярностью во всех отраслях деятельности российских корпораций и представительств в зарубежных странах. Установление трансфертных цен, кардинально отличающихся от рыночных, позволяют руководству корпораций:

– перераспределить финансовую прибыль между компаниями в рамках холдинга;

– аккумулировать образовавшуюся прибыль в качестве источника дополнительного финансирования денежного капитала компании;

– выводить прибыль в денежном эквиваленте, получаемую дочерними компаниями и филиалами, из стран с действующим ограничением на вывоз капитала;

– минимизировать финансовые риски, сопровождающие процесс финансовой деятельности корпорации.

Самым главным преимуществом трансфертного ценообразования является то, что посредством данного механизма связанные компании получают уникальную возможность завоевывать новые рынки сбыта за счет искусственного занижения цен на определенные товары или услуги. Однако необходимо учитывать риски, возникающие при установлении трансфертных цен, со стороны контролирующих органов.

В связи с этим необходимо сформировать единую методологию трансфертного ценообразования:

– учитывающую все особенности деятельности корпорации (включая стадию жизненного цикла);

– сформированную на основе единых принципов для всей группы компаний;

– не противоречащую действующему законодательству;

– позволяющую быстро и достоверно обосновать цены в случае запроса фискальных органов.

Авторами предлагается следующий алгоритм методического подхода к внутригрупповому ценообразованию в корпоративных структурах с целью минимизации рисков предпринимательской деятельности, состоящий из пяти этапов, что в совокупности образует методику применения внутригрупповых цен (далее — ВГР цен) в корпоративных структурах (рис. 7.2).

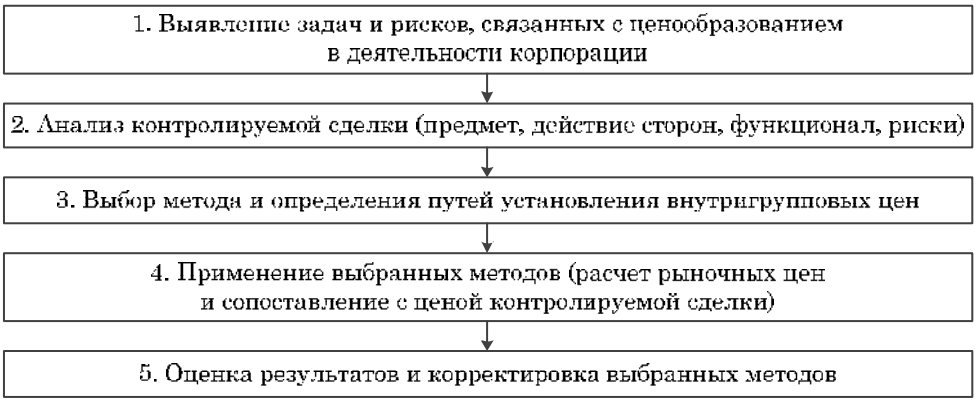

Рис. 7.2. Алгоритм установления внутригрупповых цен корпорации

Для анализа контролируемой сделки необходимо произвести сравнение цен с рыночным уровнем, поэтому авторами сформулирован алгоритм поиска и отбора сопоставимых компаний для анализа рыночных цен, состоящий из шести этапов (рис. 7.3).

Этап 1. Для отбора компаний с соответствующим видом деятельности может использоваться ОКВЭД, а также подобные классификаторы.

Этап 2. Из компаний, отобранных на этапе 1, оставить компании с бухгалтерской отчетностью за последние три года до года совершения сделки (установления контролируемых цен в ней).

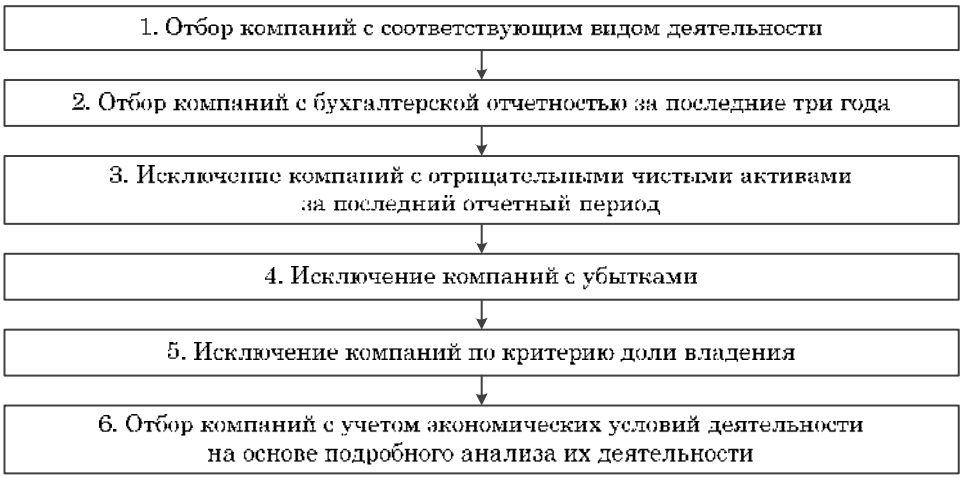

Рис. 7.3. Алгоритм отбора сопоставимых компаний

Этап 3. Из оставшейся выборки исключить компании, имеющие отрицательные чистые активы за последний год анализируемого периода.

Этап 4. Далее из полученной выборки исключить все компании, которые имеют убытки от реализации более чем в одном году за анализируемый период.

Этап 5. Исключить компании, в которых хотя бы один акционер-компания владеет более чем 25 % уставного капитала, а также компании, имеющие в собственном дочернем обществе более 25 % уставного капитала. Если в результате отбора осталось менее четырех компаний, критерий доли участия повышается до 50 % уставного капитала.

Этап 6. Провести глубокий анализ деятельности оставшихся в выборке компаний на основании открытых источников информации (например, Интернета). В ряде случаев фактическая основная деятельность выбранных компаний не соответствует кодам ОКВЭД, которые были указаны ими при регистрации. Подобный анализ позволит убрать нерелевантные компании из выборки. Отбор для анализа сопоставимых компаний по аналогичной отрасли необходимо осуществлять с учетом экономических условий их деятельности.

После определения сопоставимых компаний необходимо сориентироваться в наборе методов, которые могут быть использованы в трансфертном ценообразовании исходя из особенностей сделки.

Однако прежде чем приступить к выбору наиболее подходящего метода трансфертного ценообразования, требуется определить ряд факторов:

– стадию жизненного цикла компании;

– продукт, к которому применяется метод трансфертного ценообразования.

Обычно в финансовой деятельности корпорации выделяют четыре стадии жизненного цикла (рис. 7.4). На каждой стадии жизненного цикла компания выполняет только одну функцию, которая является условием перехода на следующую стадию.

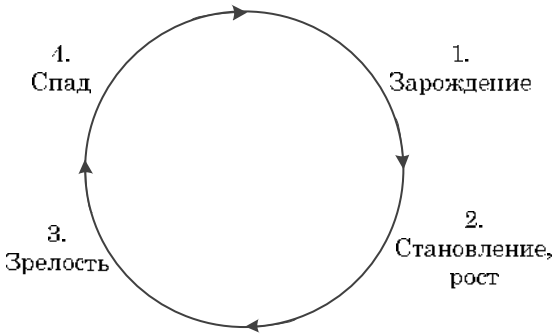

Рис. 7.4. Стадии жизненного цикла корпораций[1]

Можно выделить ряд проблем, влияющих на финансовые риски, в зависимости от стадии жизненного цикла корпорации.

На этапе создания (зарождения) корпорации отсутствует финансовая устойчивость, поскольку слишком велики внешние и внутренние риски и показатели платежеспособности не соответствуют нормативному значению. На этапе роста уровень продаж продукции корпорации повышается, налажены каналы связи между контрагентами — потребителями, поставщиками, кредиторами. Производство характеризуется интенсивной модернизацией, повышается качество готовой продукции, сокращаются издержки на производство единицы продукции. На этапе зрелости корпорация обычно достигает предельной мощности, ее финансовое положение остается стабильным, однако существует риск перехода на стадию спада в связи с ужесточением конкуренции. На этапе спада корпорация теряет конкурентоспособность,

[1] Сост. по: *Шеина Е. Г.* Финансово-кредитный механизм поддержки малых и средних инновационных предприятий: дис. … канд. экон. наук: 08.00.10 / Шеина Екатерина Георгиевна. Екатеринбург, 2012. С. 34.

падает доля рынка потребителей ее товаров, работ, услуг. При переходе из одной стадии в другую изменяются финансовые риски корпорации, поэтому возможно изменение применяемых методов трансфертного ценообразования.

Финансовый механизм выбора метода внутригруппового ценообразования в корпорациях представлен в табл. 7.1.

Как видим, выбор метода трансфертного образования зависит от стадий жизненного цикла корпорации и производимого продукта. Методы проранжированы от наиболее предпочтительных к наименее предпочтительным. Отметим, что не каждый метод может быть использован в рамках вышеуказанной матрицы «жизненный цикл/продукт».

Методика выбора метода трансфертного ценообразования при определении внутригрупповых цен является обязательной для исполнения во всех компаниях корпораций.

Цель методики — обеспечение наличия ВГР цен и их соответствия законодательству РФ в области трансфертного ценообразования.

Задачи методики:

1) минимизация рисков в части трансфертного ценообразования;

2) обеспечение соответствия ВГР цен действующему законодательству РФ;

3) создание базы внутренних цен в корпорации;

4) контроль над процессом ценообразования в корпорации.

Процессы, в которых используется данная методика — подписание ВГР договоров, спецификаций к ВГР договорам, расчет бюджета компаний корпорации по основной деятельности.

Исходные данные для использования методики — фактические цены товарно-материальных ценностей корпорации; полная (производственная) себестоимость товарно-материальных ценностей, производимых компаниями корпорации; экспертные оценки специалистов экономической службы; основные положения расчета внутригрупповых цен, которые являются обязательными к применению.

Основные определения, используемые в методике, представлены в табл. 7.2.

В Налоговом кодексе РФ выделены пять методов, которые позволяют определить цену внутри группы взаимосвязанных юридических лиц.

Таблица 7.1

Финансовый механизм выбора метода внутригруппового ценообразования в корпорациях

Стадия жизненного цикла корпорации	Продукт			
	Товар (в общем)	Товар (дальнейшая перепродажа)	Работы и услуги (без нематериальных активов, влияющих на рентабельность расходов)	Работы и услуги (с нематериальными активами, влияющими на рентабельность расходов)
Выход на рынок	1. Метод сопоставимых рыночных цен. 2. Затратный метод	1. Метод цены последующей реализации. 2. Метод сопоставимых рыночных цен. 3. Затратный метод	1. Метод сопоставимых рыночных цен. 2. Затратный метод	Методы трансфертного ценообразования не применяются
Фаза роста	1. Метод сопоставимых рыночных цен. 2. Затратный метод. 3. Метод сопоставимой рентабельности. 4. Метод распределения прибыли	1. Метод цены последующей реализации. 2. Метод сопоставимых рыночных цен. 3. Затратный метод. 4. Метод сопоставимой рентабельности. 5. Метод распределения прибыли	1. Метод сопоставимых рыночных цен. 2. Затратный метод. 3. Метод сопоставимой рентабельности. 4. Метод распределения прибыли	1. Метод сопоставимой рентабельности. 2. Метод распределения прибыли
Фаза зрелости	1. Метод сопоставимых рыночных цен. 2. Затратный метод. 3. Метод сопоставимой рентабельности. 4. Метод распределения прибыли	1. Метод цены последующей реализации. 2. Метод сопоставимых рыночных цен. 3. Затратный метод. 4. Метод сопоставимой рентабельности. 5. Метод распределения прибыли	1. Метод сопоставимых рыночных цен. 2. Затратный метод. 3. Метод сопоставимой рентабельности. 4. Метод распределения прибыли	1. Метод сопоставимой рентабельности. 2. Метод распределения прибыли
Уход с рынка	1. Метод сопоставимых рыночных цен. 2. Затратный метод	1. Метод цены последующей реализации. 2. Метод сопоставимых рыночных цен. 3. Затратный метод	1. Метод сопоставимых рыночных цен. 2. Затратный метод	1. Метод сопоставимой рентабельности. 2. Метод распределения прибыли

Таблица 7.2

Термины, применяемые в методике выбора метода трансфертного ценообразования

Термин	Определение
Внешний поставщик товарно-материальных ценностей (ТМЦ)	Поставщик, не являющийся компанией корпорации
Внешние цены	Цены ценовых предложений и прайс-листов внешних поставщиков ТМЦ, данные о ценах поставщиков в коммерческих предложениях. Данные о ценах победителей тендеров. Данные о ценах заказа ТМЦ у поставщиков. Данные о фактических ценах поставки
Внутригрупповая цена (ВГР цена)	Цена, установленная для реализации ТМЦ между компаниями корпорации
Компания корпорации	Головная компания или управляемое общество
Полная себестоимость	Статья «Полная себестоимость реализованной продукции»
Рыночная цена	Цена, применяемая в сделках, сторонами которых являются лица, не признаваемые взаимозависимыми в соответствии со ст. 105 НК РФ
Регистр цены номенклатуры контрагентов	Регистр базы данных, в котором хранится информация о ценах контрагентов

Компаниями могут использоваться любые методы (или их совокупность), которые будут способствовать обеспечению эффективной хозяйственной деятельности. Таким образом, компания может выбрать один из следующих методов трансфертного ценообразования: метод сопоставимых рыночных цен; метод цены последующей реализации; метод сопоставимой рентабельности; затратный метод; метод распределения прибыли.

Разберем более подробно каждый из перечисленных методов.

Метод сопоставимых рыночных цен считается приоритетным и применяется наиболее часто в сделках группы компаний при трансфертном ценообразовании. Данный метод может использоваться в любых случаях, кроме тех, которые запрещены законодательством Российской Федерации. Суть метода заключается в установлении определенной цены, сформированной на основании аналогов, т. е. цен на аналогичные объекты. Для этого необходим доступ к информации по аналогичным объектам и ценообразованию на них. Таким образом, метод сопоставимых рыночных цен необходимо применять при операциях с продукцией, по которой есть биржевые рыночные котировки, а также при выдаче займа или разработке товарного знака, когда информация по аналогичным сделкам находится в общем доступе.

Метод цены последующей реализации заключается в сопоставлении показателя рентабельности независимых компаний/корпораций с показателем рентабельности компании, приобретенной вследствие сделки с экономическим субъектом, в зависимости от которого находится данная компания. Данный метод применяется на практике достаточно редко, что связано со сложностью поиска в открытом доступе показателей рентабельности других компаний/корпораций, а также со спорностью идентификации рассматриваемых сделок как сопоставимых.

Метод сопоставимой рентабельности применяется достаточно часто, он построен на показателях операционной рентабельности. В соответствии с п. 2 ст. 105.12 Налогового кодекса РФ данный метод используется в случае недостаточности (неполноты) информации и отсутствия возможности использования метода цены последующей реализации или затратного метода. При использовании данного метода в соответствии с п. 6 ст. 105.12 НК РФ с рыночным интервалом рентабельности компании/корпорации сопоставляется рентабельность того контрагента по рассматриваемой сделке, который не владеет объектами нематериальных активов, оказывающими существенное влияние на уровень рентабельности.

Затратный метод построен на анализе не закупочных цен, а цен товаров при продаже. Использование данного метода построено на сравнении рентабельности затрат (расходов), полученной продавцом при сделке, с рыночным интервалом рентабельности затрат (расходов). При этом отклонение рентабельности затрат продавца по сделке от общего рыночного уровня рентабельности будет свидетельствовать о нерыночном уровне цены по указанной сделке.

Метод распределения прибыли применяется наиболее редко. Его использование оправдано только в том случае, когда применение предыдущих четырех методов невозможно по различным причинам. Сложность данного метода заключается в том, что стороны анализируемой сделки владеют нематериальными активами, которые оказывают существенное влияние на уровень прибыли каждой из сторон. Экономическая сущность метода заключается в перераспределении прибыли всех участников сделки между собой пропорционально тем функциям, которые ими в процессе данной сделки выполнялись.

Трансфертная цена контролируется налоговыми (фискальными) органами и устанавливается в целях регулирования налоговой нагрузки, а не для достижения определенной коммерческой выгоды. Установление внутригрупповых (трансфертных) цен внутри корпора-

ции и (или) группы компаний является альтернативным источником финансирования компаний, входящих в указанную группу, за счет перераспределения собственных ресурсов внутри корпоративной структуры. Трансфертное ценообразование должно рассматриваться как механизм отражения стоимости продукции, который применяется внутри определенной группы компаний и устанавливается между двумя взаимосвязанными участниками по их сделкам внутри одной корпоративной структуры.

Сопоставление внутригрупповой цены с рыночной ценой и обоснованный выбор метода трансфертного ценообразования включает следующие этапы:

1) расчет нормативных показателей по субъекту управления;

2) построение выборок по рыночным показателям несвязанных компаний, распределение доходов между сторонами сделок;

3) расчет интервалов выбранных показателей;

4) анализ полученных результатов (корректировка нормативных значений в случае необходимости).

Итогом вышеуказанного процесса является выбор того метода трансфертного ценообразования, который выступает, в свою очередь, объектом управления корпорацией и влияет на субъект управления.

Вопросы для самопроверки

1. Из каких этапов состоит алгоритм установления внутригрупповых цен корпорации?
2. В чем экономическая сущность шести этапов отбора сопоставимых компаний?
3. Перечислите стадии жизненного цикла корпорации.
4. Перечислите методы трансфертного ценообразования.
5. На каких стадиях жизненного цикла корпораций рекомендован к применению тот или иной метод трансфертного ценообразования и почему? Обоснуйте свой ответ.

7.3. Специфические риски трансфертного ценообразования корпораций и механизм их минимизации

В последнее время наметилась тенденция вмешательства контролирующих органов в процесс применения корпорациями трансфертных цен. Подобные действия ФНС РФ могут привести к появлению специ-

фических рисков трансфертного ценообразования, которые будут способствовать:

– увеличению затрат, связанных с проведением встречных проверок при реализации контролирующей функции налоговых органов;

– возникновению риска двойного налогообложения;

– началу судебных разбирательств и появлению судебных издержек;

– финансовым потерям в случае проведения корректировок по инициативе другого государства.

В качестве инструментов минимизации налоговых рисков можно использовать следующие инструменты:

– организация консолидированной группы налогоплательщиков;

– заключение соглашения о ценообразовании;

– учет специфики деятельности корпорации и стадий ее жизненного цикла (значимость учета жизненного цикла корпорации и производимого продукта в трансфертном ценообразовании подробно рассмотрена в параграфе 7.2).

Консолидированная группа налогоплательщиков (КГН) — это добровольное объединение налогоплательщиков, которое создается на основе договора в целях исчисления и уплаты налога на прибыль компаний с учетом совокупного финансового результата хозяйственной деятельности входящих в ее состав компаний.

Консолидированная группа налогоплательщиков может быть создана компаниями при условии, что одна компания непосредственно и (или) косвенно участвует в уставном (складочном) капитале других компаний и доля такого участия в каждой такой компании составляет не менее 90 %.

Соглашение о ценообразовании заключается между компанией (обязательно крупным налогоплательщиком) и налоговой инспекцией по месту учета крупных налогоплательщиков. Предметом данного соглашения является методология назначения цен, которые устанавливаются в сделках, подпадающих под контроль налоговых органов. Налогоплательщик получает «гарантию», защиту от возможных претензий налоговых органов. Но в то же время налоговые органы имеют право запросить перечень документов, что ставит под сомнение данную «защиту».

Главными недостатками указанного инструмента является то, что налогоплательщик раскрывает большое количество информации, которая может использоваться налоговыми органами не только в це-

лях контроля над трансфертным ценообразованием, а переговоры о возможности подписания соглашения, как правило, представляют собой весьма длительный процесс.

В настоящее время в области трансфертного ценообразования существуют такие проблемы, как:

– степень обеспеченности информацией как ключевой фактор выбора метода;

– значительные трудовые и финансовые затраты;

– отсутствие ясности в понимании методологии подтверждения рыночности цен в сделках;

– отсутствие достаточного количества судебной практики.

Каждая компания сама определяет баланс между затратами и принимаемым на себя уровнем риска.

Хотя законодательство в области трансфертного ценообразования в РФ недостаточно структурировано, положительной тенденцией является тот факт, что оно приблизилось к международным стандартам[1].

Рассмотрим схематично деятельность группы компаний, входящих в одну корпорацию, на предмет специфических рисков трансфертного ценообразования, возникающих при подобных сделках, и определим их функции в контролируемой сделке согласно табл. 7.3.

Таблица 7.3

Возможные функции компаний в контролируемой сделке в рамках одной корпорации

Компания	Функция в контролируемой сделке	Налоговое резидентство
Головная компания (ГК)	Приобретение продукции (продукт 1) для целей производства товаров более высокого передела	РФ
Управляемое общество (УО)	Производство и реализация продукта 1	РФ

Например, в рамках контролируемой сделки управляемое общество осуществляет реализацию продукта 1 в адрес головной компании (рис. 7.5). Обе компании находятся во взаимосвязи и входят в одну крупную корпорацию.

Оборот в рамках контролируемой сделки за отчетный год составил более 5 млрд р. Сделки признаются контролируемыми в соответ-

[1] *Баранова А. Б.* История зарождения трансфертного ценообразования. Проблемы. Риски. Возможные решения // Молодой ученый. 2015. № 19. С. 356–359.

ствии с п. 1 и 2 ст. 105.14 НК РФ, поскольку сумма доходов превышает 1 млрд р. за год.

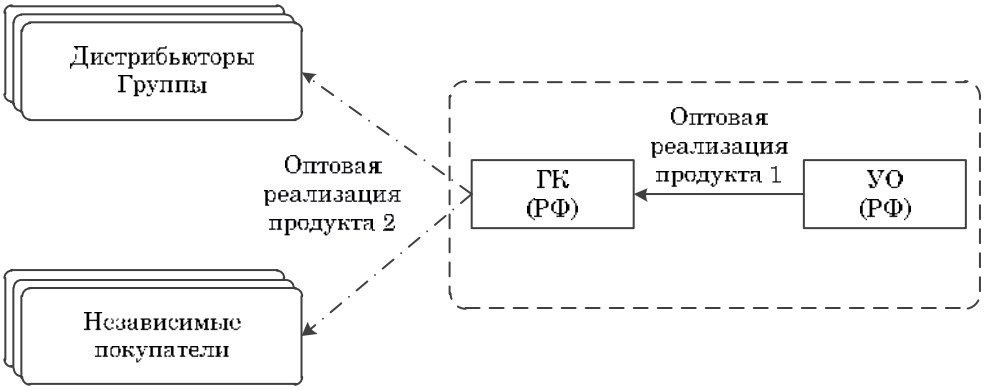

Рис. 7.5. Примерная схема контролируемой сделки:
→ Внутригрупповые сделки — · — · → Сделки с независимыми лицами

Цена реализации продукта 1, включая стоимость тары, упаковки, маркировки и доставки от управляемого общества в адрес головной компании, определяется в соответствии с принципами рыночного ценообразования. Данная процедура учитывает функции и риски как головной компании, так и управляемого общества. Цены в рамках контролируемой сделки устанавливаются в результате переговоров между управляемым обществом и головной компанией на основании фактических цен приобретения основного сырья, подтвержденных документально.

Исходя из представленных условий проведем функциональный анализ и анализ возникающих рисков.

Деятельности головной компании и управляемого общества присуще следующее распределение рисков:

1) *рыночный риск*. Продукт 1 приобретается головной компанией у управляемого общества для производства и последующей реализации продукта 2. Головная компания несет рыночный риск в случае падения спроса на готовую продукцию или иных неблагоприятных изменений макроэкономических показателей. Для управляемого общества данный риск является ограниченным в силу того, что головная компания выкупает заранее согласованный объем продукта 1, и лишь косвенно зависит от изменения конъюнктуры рынка;

2) *кредитный риск*. Головная компания оплачивает продукт 1 в течение 30 календарных дней от даты отгрузки. При этом расчеты головной компании с покупателями продукции могут производиться

на условиях предварительной оплаты и (или) постоплаты. Таким образом, и головная компания, и управляемое общество несут ограниченный кредитный риск, так как получают плату за продукцию после ее поставки;

3) *валютный риск*. Расчеты за всю продукцию, поставляемую в рамках контролируемой сделки, производятся в рублях. В то же время расчеты управляемого общества с поставщиками сырья для продукта 1, а также расчеты головной компании с покупателями конечной продукции производятся и в рублях, и в других валютах. При этом операционной валютой головной компании и управляемого общества является российский рубль, и обе компании несут ограниченный валютный риск;

4) *логистический риск*. В рамках поставки продукта 1 от управляемого общества в головную компанию стоимость транспортировки включается в цену товара, транспортировка осуществляется управляемым обществом. Головная компания самостоятельно не осуществляет транспортировку в рамках контролируемой сделки. Таким образом, управляемое общество несет логистический риск в полной мере, а головная компания не несет указанный риск;

5) *риск, связанный с ненадлежащим качеством продукции*. Управляемое общество несет риск, связанный с ненадлежащим качеством продукта 1, до момента его передачи в адрес головной компании, которая осуществляет приемку продукта 1 по качеству. В силу того, что головная компания в дальнейшем использует продукт 1 в качестве одного из видов материалов для производства конечной продукции, в случае ненадлежащего качества такого материала головная компания несет ответственность перед конечными покупателями;

6) *риск, связанный с поставкой продукции в неполном объеме*. Головная компания несет данный риск в полной мере, тогда как управляемое общество несет ограниченный риск, поскольку риск головной компании является более существенным в связи с поставками готовой продукции в адрес конечных покупателей;

7) *репутационный риск*. Головная компания приобретает у управляемого общества продукт 1, используемый для производства продукта 2, далее реализуемого конечным потребителям. Таким образом, дальнейшая реализация головной компанией продукта 2 зависит от качества продукта 1 управляемого общества, а также от исполнения последним сроков и условий поставки по договору. Невыполнение головной компанией обязательств перед своими потребителями может негативно сказаться на ее репутации на рынке среди

иных контрагентов, а также привести к существенным убыткам как головной компании, так и группы компаний или корпорации в целом. Таким образом, головная компания несет репутационный риск в полной мере, тогда как данный риск управляемого общества ограничен.

В результате проведения функционального анализа можно охарактеризовать рассматриваемые головную компанию и управляемое общество следующим образом (табл. 7.4).

Таблица 7.4

Результаты функционального анализа головной компании и управляемого общества при контролируемой сделке

Головная компания	Управляемое общество
ГК выступает в качестве покупателя продукта 1 для целей дальнейшего использования в рамках своей основной деятельности — производства и реализации готовой продукции	В рамках контролируемой сделки УО также осуществляет производственную функцию и несет производственные риски. УО использует материальные активы — производственные мощности, складские помещения, для хранения продукта 1
ГК в рамках собственного производства с учетом использования закупаемого в рамках контролируемой сделки продукта 1 задействует собственные производственные мощности и использует складские помещения для хранения до тех пор, как он не будет передан в производство	УО в ограниченном объеме выполняет функции стратегического планирования, контроля качества, функции организации закупки и транспортировки продукта 1, а также в полной мере несет кредитный риск
ГК отвечает за организацию закупки продукта 1, осуществляет все необходимые процедуры по проверке качества и количества, несет часть существенных рисков, в частности, рыночный риск, кредитный риск, риски, связанные с ненадлежащим качеством и недопоставкой, ограниченный валютный риск. При этом риски и функции ГК, связанные с производством и реализацией конечной продукции, существенны как с точки зрения влияния на репутацию ГК на рынке, так и в связи с возможностью несения убытков в случае производства и реализации готовой продукции ненадлежащего качества либо с нарушением установленных сроков	Функции и риски УО более ограничены по сравнению с функциями и рисками ГК, поскольку ГК является производителем конечной продукции и использует продукт 1 как сырье для осуществления своей деятельности, неся при этом существенный репутационный риск

Таким образом, по результатам проведенного функционального анализа управляемое общество может быть охарактеризовано как наименее уязвимая сторона в рассматриваемой контролируемой сделке в рамках одной корпорации.

При проведении анализа сделки потенциально могут рассматриваться как сопоставимые для целей применения метода сопоставимых рыночных цен, если:

– отсутствуют различия в условиях контролируемой и потенциально сопоставимой сделки, которые могли бы оказать существенное влияние на цены по указанным сделкам;

– при наличии таких существенных различий в условиях контролируемой и потенциально сопоставимой сделки существует возможность устранить такие различия путем проведения обоснованных корректировок.

В соответствии с п. 5 ст. 105.5 НК РФ количество товаров, поставляемых по сделке, является одним из критериев, который должен учитываться при определении сопоставимости сделок.

Сопоставимые сделки не покрывают всего объема номенклатур, поставляемых в рамках контролируемой сделки и периодов таких поставок, в связи с чем применение самого распространенного метода — метода сопоставимых рыночных цен, основанного на внутренних источниках информации, не позволяет сделать вывод о соответствии/несоответствии цен в контролируемой сделке рыночному уровню. К остальной части сделок с условиями, для которых метод сопоставимых рыночных цен не может быть использован, допустимо применять метод сопоставимой рентабельности по показателю операционной рентабельности затрат по каждой поставке.

В отношении рассматриваемой контролируемой сделки между управляемым обществом и головной компанией, в соответствии с положениями подп. 4 п. 5 ст. 105.12 НК РФ, применяется показатель операционной рентабельности затрат управляемого общества для целей тестирования его рыночного уровня вознаграждения.

Применение иных показателей рентабельности в рамках данного метода не представляется возможным, поскольку:

– сравнение показателя операционной рентабельности активов управляемого общества с показателями независимых сопоставимых компаний, скорее всего, не даст надежных результатов, так как бухгалтерская отчетность этих компаний, содержащаяся в статистических базах данных, не позволяет выявить виды активов на балансе,

а также сделать однозначный вывод о том, отражена ли в балансе рыночная или остаточная стоимость этих активов;

– показатель рентабельности продаж не может использоваться в рассматриваемой ситуации, так как он используется при перепродаже продукции, в то время как в контролируемой сделке этого не происходит.

Таким образом, трансфертное ценообразование является реализацией продукции по особым ценам, которые отличны от рыночных, и имеет деление на две составные и взаимосвязанные части: *ценообразование внутри компаний (корпораций)* и *ценообразование между различными компаниями (корпорациями)*. Существенное отличие между данными видами ценообразования заключается в том, что первое организуется менеджментом компании как система внутреннего управления производством и не зависит от системы государственного регулирования экономики.

Внутреннее трансфертное ценообразование на современном этапе развития экономики Российской Федерации в крупных корпорациях происходит в рамках формирования центров ответственности и применения системы бюджетирования. Центры ответственности могут быть коммерческие, производственные, управленческие и пр.; места их появления четко определяются и закрепляются за руководителями подразделений.

Риски трансфертного ценообразования необходимо учитывать в деятельности корпораций и компаний, входящих в состав корпораций. Основная задача менеджмента компаний в данном направлении — минимизация всех вышеописанных рисков. Добиться этого можно следующим образом:

1) *использовать актуальную арбитражную практику*. Необходимо понимать, что подтвердить рыночные цены в контролируемых сделках компании могут экономически и юридически грамотно и обоснованно составленные документы, которые должны быть подготовлены с учетом тенденций арбитражной практики и изменений законодательства;

2) *сформировать единую методологию трансфертного ценообразования,* которая будет учитывать все особенности деятельности корпорации (включая стадию ее жизненного цикла). Необходимо отметить, что НК РФ обязывает компанию обосновать цены по конкретной операции в рамках проводимой проверки (ст. 105.15 НК РФ). При этом налоговая ответственность за непредставление документов от-

сутствует. Но должна быть сформирована внутренняя методология трансфертного ценообразования (единая для всей группы компаний и не противоречащая действующему законодательству), позволяющая быстро и достоверно обосновать цены в случае запроса фискальных органов;

3) *зафиксировать документально метод трансфертного ценообразования*. Должна быть сформирована методика трансфертного ценообразования, которая подтверждает рыночность или сопоставимость цен. Следовательно, в случае претензий со стороны контролирующих органов им придется предварительно опровергнуть обоснованность выбранного метода, а потом уже искать новый и доказывать, чем он лучше. Однако для минимизации рисков недостаточно просто документально зафиксировать методику трансфертного ценообразования. Необходимо обосновать, почему она лучше той, которую фискальные органы считают приоритетной (метод сопоставимых рыночных цен). Если корпорация применяет иной метод, то она должна доказать, что на момент совершения контролируемой сделки отсутствовала общедоступная информации о сопоставимых ценах;

4) *проводить постоянный мониторинг рисков трансфертного ценообразования*. В связи с регулярной актуализацией положений НК РФ в части трансфертного ценообразования корпорации необходимо ежегодно проверять документы по контролируемым сделкам еще до подачи в налоговые органы соответствующих уведомлений.

Вопросы для самопроверки

1. Какие инструменты минимизации налоговых рисков при сделках с трансфертными ценами уместно использовать?
2. Что представляет собой консолидированная группа налогоплательщиков?
3. Какие возможны способы подтверждения и раскрытия информации для обоснования рыночности цен в сделках?
4. В чем сущность специфических рисков трансфертного ценообразования?
5. Почему необходимо документально фиксировать выбираемый метод трансфертного ценообразования?

Литература по теме

Грундел Л. П., Малис Н. И. Налоговое регулирование трансфертного ценообразования в России: учебник. М.: Магистр, ИНФРА-М, 2019. 256 с.
Коуз Р. Фирма, рынок и право. М.: Новое издательство, 2007. 224 с.

Мокин В. Н., Переверзева Т. А., Степанова Т. В. Трансфертное ценообразование: учеб. пособие. СПб.: ЭБ СПбПУ, 2021. DOI: 10.18720/SPBPU/2/si21-761.
Налоговый кодекс Российской Федерации.
Паюсов А. А., Шеина Е. Г. Финансовый механизм трансфертного ценообразования промышленных корпораций в целях минимизации рисков: монография. Екатеринбург: ЮНИКА, 2019. 200 с.
Руководство по трансфертному ценообразованию в отношении финансовых сделок. URL: https://www.oecd.org/ctp/transfer-pricing/transfer-pricing-guidance-on-financial-transactions-inclusive-framework-on-beps-actions-4-8-10-russian.pdf.

Основные термины

Трансфертное ценообразование — деятельность по установлению внутрифирменных цен, отличных от рыночных, при реализации товаров, работ, услуг внутри группы взаимосвязанных компаний или одной корпоративной структуры.

Методы трансфертного ценообразования — возможные к использованию пять методов при определении соответствия цен, применяемых в сделках: метод сопоставимых рыночных цен, метод цены последующей реализации, метод сопоставимой рентабельности, затратный метод, метод распределения прибыли.

Метод сопоставимых рыночных цен — заключается в установлении определенной цены, сформированной на основании аналогов, т. е. цен на аналогичные объекты; для этого необходим доступ к информации по аналогичным объектам и ценообразованию на них.

Метод цены последующей реализации — заключается в сопоставлении показателя рентабельности независимых компаний/корпораций с показателем рентабельности компании, приобретенной вследствие сделки с экономическим субъектом, в зависимости от которого находится данная компания.

Метод сопоставимой рентабельности — с рыночным интервалом рентабельности компании/корпорации сопоставляется рентабельность того контрагента по рассматриваемой сделке, который не владеет объектами нематериальных активов, оказывающими существенное влияние на уровень рентабельности.

Затратный метод — заключается в сравнении рентабельности затрат (расходов), полученной продавцом при сделке, с рыночным интервалом рентабельности затрат (расходов). При этом отклонение рентабельности затрат продавца по сделке от общего рыночного уровня рентабельности будет свидетельствовать о нерыночном уровне цены по указанной сделке.

Метод распределения прибыли — заключается в перераспределении прибыли всех участников сделки между собой пропорционально тем функциям, которые ими в процессе данной сделки выполнялись.

Взаимозависимые лица — физические лица, юридические лица и индивидуальные предприниматели, которые могут быть признаны взаимозависимыми в соответствии со следующими критериями, определяющими степень влияния на лиц при заключении сделок или принятии решений:
– наличие у компании или физического лица определенной доли уставного капитала юридического лица, которая дает право голоса;
– наличие у физического лица должностных полномочий, а у юридического лица правового статуса, которые позволяют управлять действиями компании;
– наличие родственных связей между физическими лицами.

Контролируемая сделка — сделка между взаимозависимыми лицами при соблюдении любого условия, предусмотренного ст. 105.14 НК РФ.

Рыночная цена — цена сделки независимых лиц в условиях свободного рынка и с учетом конкуренции.

Консолидированная группа налогоплательщиков (КГН) — добровольное объединение налогоплательщиков, которое создается на основе договора в целях исчисления и уплаты налога на прибыль компании с учетом совокупного финансового результата хозяйственной деятельности входящих в ее состав компаний.

Соглашение о ценообразовании — соглашение, которое заключается между компанией (обязательно крупным налогоплательщиком) и налоговой инспекцией по месту учета крупных налогоплательщиков. Предметом данного соглашения является методология назначения цен, которые устанавливаются в сделках, подпадающих под контроль налоговых органов.

8 Система финансового планирования в корпорации

8.1. Роль финансовой политики в системе корпоративного финансового планирования

Управление корпорацией строится на разделении функций собственников и менеджеров. Каждый субъект управления имеет свои права, связанные с этими полномочиями, и, соответственно, функции в управлении.

Акционеры, являясь собственниками корпорации, должны разработать основные принципы ее функционирования, позволяющие регулярно получать прибыль на вложенный капитал в виде дивидендов. Эти принципы являются ничем иным, как корпоративной политикой.

Установление согласованных всеми собственниками принципов функционирования корпорации позволит избежать конфликтов между ними. А разработанные на основе политики стратегия и тактика развития корпорации решат проблему урегулирования конфликтов между собственниками и менеджерами, которые очень часто имеют место.

Проблему разработки корпоративной политики необходимо решать комплексно, выделяя механизм разработки и реализации политики, а также ее виды.

Формирование и реализация корпоративной политики может проводиться по определенной схеме (рис. 8.1).

Прежде чем приступить к формированию политики, необходимо определить идеологию, т. е. понять, какую потребность общества корпорация хочет удовлетворить и какой вклад в экономическую систему страны и мировую экономическую систему она намерена внести. Корпорация должна осознать глобальную цель своей деятельности.

Рис. 8.1. Формирование и реализация корпоративной политики[1]

Чем значимее будет идеология, тем качественней и четче можно определить политику.

Политика представляет собой установление совокупности принципов и нормативов функционирования корпорации, касающихся:

– целей и областей деятельности;

– определения ответственности по отношению ко всем контактным аудиториям: собственникам, менеджерам, сотрудникам, потребителям, кредиторам, поставщикам, налоговым службам, инвесторам, предприятиям-партнерам, обществу в целом и т. п.;

[1] *Казак А. Ю., Веретенникова О. Б., Майданик В. И.* Финансовая политика в системе корпоративного управления. Екатеринбург: АМБ, 2004. С. 52.

– реализации результатов корпоративной политики на стратегическом и оперативном уровнях управления; кооперации, слияния или приобретения других организаций и бизнесов.

Принятая собственниками политика находит выражение при разработке стратегии. На этапе оперативного планирования и управления принципы политики закладываются в бизнес-планы инвестиционных проектов и бюджет корпорации.

О наличии политики говорят тогда, когда принципы деятельности разработаны и известны собственникам, менеджерам и сотрудникам корпорации.

Политика не может быть подлинной, если она навязана извне, например консультантами, или подходит полностью к деятельности другого хозяйствующего субъекта. Политика всегда специфична для конкретной корпорации.

Как уже было сказано, на основе политики разрабатывается стратегия развития на конкретный период времени. На рис. 8.2 представлено взаимодействие политики корпорации со стратегией и тактикой ее развития.

Рис. 8.2. Взаимодействие политики корпорации со стратегией и тактикой ее развития[1]

Политика определяет совокупность принципов деятельности корпорации и разрабатывается собственниками. Стратегия детализирует статус хозяйствующего субъекта в конкретном временном интервале, т. е. определяет, как будут применяться на практике те принципы, которые выделяет политика. Таким образом, стратегия должна разрабатываться менеджерами корпорации. Конечно, политика и стратегия пересекаются, поскольку принципы, определяющие политику, частично реализуются в стратегии при описании целей развития.

Положение о корпоративной политике должно разрабатываться советом директоров и утверждаться общим собранием акционеров. На основе принятой политики

[1] *Казак А. Ю., Веретенникова О. Б., Майданик В. И.* Финансовая политика в системе корпоративного управления. Екатеринбург: АМБ, 2004. С. 54.

менеджеры разрабатывают стратегический и оперативные планы, которые утверждает совет директоров. Именно на менеджерах лежит ответственность за снятие всех конфликтов между политикой, стратегией и оперативным управлением в целях эффективного развития бизнеса. В функции наблюдательного совета входит контроль над реализацией политики, стратегии и оперативных планов.

Координация с принципами политики проводится на стадии стратегического и оперативного планирования и управления. При разработке стратегического плана различают две функции такой деятельности:

– функцию отбора стратегических альтернатив;

– функцию управления для улучшения качества самой политики и оптимизации стратегических целей.

Выбранная стратегия, соответствующая сложившимся макро- и микроэкономическим условиям, реализуется через систему оперативного планирования и управления, включающую в себя бизнес-планы инвестиционных проектов и бюджет корпорации.

Бизнес-планы составляются для обоснования стратегических мероприятий, требующих инвестиций, и включают в себя такие показатели, как срок окупаемости, приведенная чистая стоимость, внутренняя норма доходности и др., уровень которых закреплен в инвестиционной политике. Инвестиционные проекты, проранжированные по инвестиционной привлекательности, являются основой плана инвестиционной деятельности корпорации. Данный план показывает сроки внедрения стратегических мероприятий, требующих инвестиций.

Деятельность корпорации на предстоящий год будет планироваться в виде бюджета, а интегрированной корпорации — в виде консолидированного бюджета. В нем будет отражаться реализация стратегических мероприятий, планируемых к внедрению, а также инвестиционные мероприятия, принимаемые к реализации в текущем году.

На этапе планирования бюджета в целях его оптимизации с помощью принятых в политике подходов будет проводиться координация с основными показателями политики.

Исполнение бюджета позволит на основе анализа отклонений плановых величин от фактических принять стратегические и оперативные решения по корректировке деятельности корпорации.

Стратегические решения могут быть двух типов: требующие и не требующие пересмотра политики.

Рис. 8.3. Классификация корпоративной политики[1]

[1] *Казак А. Ю., Веретенникова О. Б., Майданик В. И.* Финансовая политика в системе корпоративного управления. Екатеринбург: АМБ, 2004. С. 58.

Если внешняя среда бизнеса изменилась так быстро, что это требует от хозяйствующего субъекта болезненных и «революционных» изменений, значит, политика собственников должна быть пересмотрена, а с ней стратегическое и оперативное планирование и управление.

В том случае, если необходимо изменить технологии, процессы, структуру управления, избавиться от продуктов, не приносящих прибыль, пересмотра политики не требуется, необходимо изменить лишь стратегию в рамках уже существующей политики.

Бывают случаи, когда корпорации для сохранения бизнеса должны изменить функциональные области и регионы деятельности. Это предполагает разрыв с прошлыми принципами и, как следствие, ведет к пересмотру политики. Хотя бывают случаи, когда изменения вписываются в уже сложившиеся нормы управления.

Таким образом, в задачи политики входит определение ценностей, целей и областей деятельности корпорации, ответственности перед всеми контактными аудиториями, решение вопросов в отношении кооперации и альянсов с другими организациями. Политика определяет принципы и глобальные цели, стратегия показывает, как их достичь в долгосрочной перспективе, а тактика — в краткосрочной.

Корпоративную политику следует рассматривать в разрезе различных признаков классификации. Мы выделяем шесть таких признаков (рис. 8.3).

Рассмотрим наиболее значимые классификационные признаки корпоративной политики.

Политики по различным функциональным областям деятельности должны разрабатываться в каждой корпорации. Они будут трансформироваться в зависимости от других классификационных признаков. Так, политика вновь создаваемой корпорации будет специфична в разрезе всех функциональных политик и отлична от функциональных политик корпорации, имеющей кризисные явления.

Все функциональные политики тесно взаимосвязаны между собой, но результаты их разработки и внедрения могут быть оценены только с помощью финансовой политики.

Рассмотрим подробнее эти взаимосвязи.

Маркетинговая политика направлена на определение рынков сбыта, клиентов и продуктов с целью планирования выручки от реализации и основных направлений инвестиций в новые разработки, регионы и т. д.

В рамках маркетинговой политики можно выделить такие ее составляющие, как сбытовая, продуктовая, ценовая, дистрибутивная политики и политика коммуникаций на рынке (PR, реклама и т. п.).

Маркетинговая политика тесно связана с финансовой, так как выручка от реализации продукции, работ и услуг, определяемая маркетинговой политикой, а затем и стратегией, является основным источником, из которого погашаются расходы на производство, уплачиваются налоги и т. д. и в результате образуется чистая прибыль, направляемая на расширенное воспроизводство и выплату дивидендов.

Маркетинговая политика позволяет четко сформировать направления инвестиций, поскольку становятся известны рынки сбыта, потребности клиентов, ближайшие конкуренты и т. д. В связи с этим маркетинговая политика является основой для политики исследований и новых разработок и инвестиционной части финансовой политики.

Политика исследований и новых разработок является следующей в ряду функциональных политик. Перед ней стоят такие задачи, как определение методов производства новых продуктов и соответственно новых технологий, решение проблем лицензирования и совместной деятельности в исследованиях, т. е. определение в итоге объемов и направлений необходимых инвестиций. Все это свидетельствует о тесной взаимосвязи политики исследований и новых разработок с такой частью финансовой политики, как инвестиционная.

Зная, что необходимо рынку, корпорация должна разработать свою *производственную политику*, основными задачами которой являются определение вертикальной и горизонтальной интеграции, выбор технологий производства, уровней автоматизации и производительности труда, обновление и замена оборудования. От верно выбранной производственной политики зависит уровень рентабельности отдельных продуктов и услуг, а также всей корпорации. Кроме того, производственная политика напрямую влияет на финансовую в части инвестиций.

Политика логистики (снабжения) преследует цель предоставить материальные ресурсы с минимальными издержками, т. е. осуществить их складирование и транспортировку по всему операционному циклу в необходимом количестве и в нужное время. Политика логистики, соответственно, влияет на уровень запасов сырья и готовой продукции на складе, а также на минимально необходимую потребность в оборотных средствах. Данный вид политики тесно связан с финансовой политикой в части определения денежного капитала необходимого для обеспечения процессов снабжения, производства и сбыта. Это выражается в оптимизации периодов оборота дебиторской, кредиторской задолженности и производственных запасов в це-

лях сокращения финансового цикла хозяйствующего субъекта, что положительно влияет на ликвидность и платежеспособность.

Кадровая политика на первый взгляд стоит обособленно от всех других видов политики. Однако следует отметить, что от квалификации и мотивации менеджеров и сотрудников зависит практически все в деятельности корпорации. Любая, даже самая перспективная политика, а затем и стратегия никогда не смогут быть эффективно реализованы, если менеджеры и сотрудники не разделяют или не понимают основные принципы политики и цели, заложенные в стратегии.

В связи с этим кадровую политику целесообразно разрабатывать так, чтобы менеджеры и сотрудники имели высокую мотивацию к труду за счет достойной заработной платы и социальных выплат, и такие издержки не должны снижать финансовые показатели корпорации. При отсутствии или плохо сформулированной кадровой политике разработка всех других видов политик может потерять всякий смысл, поскольку менеджеры и сотрудники не будут заинтересованы в развитии корпорации.

Финансовая политика тесно связана с остальными видами функциональных политик, а основной ее целью является укрепление конкурентоспособности корпорации при обеспечении заданного уровня рентабельности, ликвидности и платежеспособности бизнеса.

Корпоративная политика будет различаться в зависимости от степени интеграции в корпорации. Это объясняется тем, что управление интегрированными и неинтегрированными корпорациями различается.

Если говорить об особенностях политики интегрированных корпораций, то классификационными признаками изучения политики для них могут быть:

1) функциональные области деятельности;

2) фазы жизненного цикла;

3) потребность выхода на рынок капитала.

По нашему мнению, политику интегрированных корпораций нецелесообразно классифицировать по сферам деятельности и формам собственности, так как их разные виды практически всегда сочетаются.

Политики функциональных областей деятельности интегрированных и неинтегрированных корпораций по сущности не различаются, но их набор различен. Это объясняется в первую очередь целями и степенью интеграции. Интегрированный хозяйствующий субъект может не принять на себя выполнение лишь некоторых функций, а это означает отсутствие у него определенного вида функциональной

политики. Например, холдинг, созданный для монополизации рынков и имеющий низкую степень интеграции, может формировать только маркетинговую и финансовую политики. В случае если холдинг создан для обеспечения непрерывности процессов снабжения, производства и сбыта, будут формироваться политика логистики, производственная и финансовая политика. Маркетинговая, кадровая и политика исследований и новых разработок могут остаться на уровне организаций, входящих в холдинг, при условии их низкой интеграции.

При высокой степени интеграции будут формироваться все виды функциональных политик.

Заслуживает внимания и такой признак классификации корпоративной политики, как потребность выхода на рынки капитала. По этому признаку различают политику публичных, полупубличных и непубличных корпораций.

Политика публичных корпораций будет направлена на обеспечение прозрачности бизнеса. Такие корпорации, как правило, формируют все виды функциональных политик для привлечения инвесторов. Полупубличные и непубличные корпорации могут разрабатывать лишь те виды политик, которые помогут сформировать эффективную стратегию и определить направления текущего развития.

Корпоративная политика является первым уровнем в системе планирования и управления корпорации и представляет собой установление совокупности принципов и нормативов функционирования корпорации, касающихся ее целей и областей деятельности, определения ответственности по отношению ко всем контактным аудиториям, а также по реализации результатов на стратегическом и оперативном уровнях управления.

Поскольку ***финансовая политика*** является важным элементом корпоративной политики, рассмотрим ее сущность более подробно.

Финансовая политика организаций и корпораций связана с управлением финансовой деятельностью. Одни ученые разделяет ее на стратегическую и тактическую, а другие — на долгосрочную и краткосрочную.

Корпоративная финансовая политика — это совокупность экономических отношений по выбору альтернатив управленческих решений в сфере финансового менеджмента, возникающих в связи с реализацией разработанных собственниками принципов деятельности.

Рассмотрим финансовую политику корпораций в разрезе ее составляющих (рис. 8.4).

Рис. 8.4. Финансовая политика корпорации[1]

[1] *Казак А. Ю., Веретенникова О. Б., Майданик В. И.* Финансовая политика в системе корпоративного управления. Екатеринбург: АМБ, 2004. С. 70.

Политика формирования денежного капитала (фондов) определяет соотношение между собственными, заемными и привлеченными средствами. Во внимание принимается платность ресурсов, а основным принципом выбора того или иного источника финансирования будет поддержание высокого уровня рентабельности и ликвидности для непубличных корпораций и повышение стоимости бизнеса для публичных и полупубличных корпораций. Так, для вновь создаваемых корпораций привлечение средств за счет эмиссии ценных бумаг является перспективным и рациональным. В корпорациях, находящихся в кризисных условиях, более разумным способом привлечения денежного капитала могут быть различные кредитные схемы, облигационные займы. Привлечение новых собственников в этом случае может повлечь за собой поглощение другими компаниями.

Таким образом, результатом политики формирования денежного капитала будет определение источников финансирования и пропорций между ними.

Инвестиционная политика является следующим блоком финансовой политики. Она определяет направления инвестиций, которые, в свою очередь, зависят от целей.

Цели инвестирования могут находиться как внутри, так и вне корпорации.

Инвестиционные проекты, направленные на решение внутренних проблем, касаются обновления технологии, покупки оборудования и т. п.

Например, корпорация может принять политику использования только передовых технологий, инвестиции в которые должны окупаться через 3–5 лет. При этом критерием эффективности инвестиций может стать динамический срок окупаемости, равный 3–5 лет, при внутренней норме доходности на инвестиции, включающей безрисковую ставку процента, а также покрытие маркетингового, производственного и финансовых рисков.

При этом может стоять вопрос о покупке новых технологий на стороне или о необходимости их разработки собственными силами.

В таком случае одним из дополнительных критериев должно стать сопоставление затрат на покупку с затратами на содержание собственной научной базы. Может быть принято решение, например, о развитии собственного научного потенциала корпорации, даже при более длительной окупаемости инвестиций, и т. д.

В том случае, если цели инвестирования находятся вне корпорации, речь идет о взаимодействии с другими хозяйствующими субъек-

тами. Оно возможно: 1) путем выделения из состава корпорации бизнеса или отдельной организации; 2) путем установления корпоративного контроля в виде слияния, поглощения или выкупа долговым финансированием.

Выделение из состава корпорации бизнеса или предприятия может происходить в виде продажи третьим лицам без установления контроля со стороны компании-продавца, а также в виде выделения в самостоятельное юридическое лицо, но с установлением контроля. Решение о том или ином виде выделения должны принимать собственники, а критерием принятия решения может служить улучшение финансового положения корпорации-продавца. Например, многие компании продают свои непрофильные активы, не имеющие среднего уровня рентабельности.

Участие корпорации в собственности других хозяйствующих субъектов возможно для решения различных задач, например, доступа к рынкам сырья, монополизации определенных сегментов рынка и др. При этом менеджмент корпорации может и не принимать участия в сделке. Основным критерием при проведении сделок корпоративного контроля служит улучшение финансового положения корпорации-покупателя и повышение ее стоимости.

Политика управления оборотным капиталом является следующей составной частью финансовой политики. Здесь выделяют несколько аспектов.

Во-первых, определение минимальной величины оборотных средств, обеспечивающей финансовый цикл корпорации; во-вторых, определение величины денежных активов, которые можно отвлечь из производственного процесса и вложить в какие-либо финансовые инструменты (депозит, займы другим хозяйствующим субъектам, вложения в ценные бумаги и т. д.), в-третьих, установление кредитной политики корпорации.

Для того чтобы оборотные средства не были «заморожены» в запасах сырья или готовой продукции на складе и с целью обеспечения ими процесса производства в достаточном количестве, рассчитывают норматив или, иначе, минимальную потребность в оборотных средствах. Для обеспечения финансовой устойчивости корпорации данную потребность необходимо профинансировать за счет собственных источников. В противном случае произойдет сокращение запаса ликвидности и могут появиться проблемы с платежеспособностью. Это отразится на инвестиционной привлекательности корпорации. Данное направление финансовой политики обеспечивается обоснованием ме-

тодики расчета нормативов, сроков и условий пересмотра нормативов. Обычно норматив пересматривают при изменении условий поставки сырья, объемов реализации и оборачиваемости оборотных средств. Однако могут быть и другие критерии его изменения.

Кредитная политика, являющаяся составной частью политики управления оборотным капиталом, определяет принципы и условия коммерческих кредитов, которые корпорация может предоставлять своим покупателям. Это определение сроков, размеров и платы за такой кредит, различного рода скидок при досрочной оплате счетов за готовую продукцию, допустимого уровня дебиторской задолженности в выручке от реализации, методов воздействия на отдельные группы дебиторов.

С другой стороны, кредитная политика оговаривает принципы взаимодействия корпорации с поставщиками, определяет допустимый уровень кредиторской задолженности и ее соотношение с дебиторской задолженностью, уровень скидок при покупке сырья, условия и виды расчетов с кредиторами.

Правильно выбранная политика управления оборотным капиталом позволяет укрепить рентабельность, ликвидность и платежеспособность.

Политика формирования и распределения прибыли включает в себя два направления: политику формирования прибыли и политику распределения прибыли.

Политика формирования прибыли базируется, в свою очередь, на политике формирования выручки (доходов) и политике управления затратами (расходами).

Формирование выручки происходит под влиянием факторов внешней рыночной среды, которые корпорация может лишь учитывать в своей деятельности, но кардинально повлиять на них не может. Хотя сформировать больший сегмент рынка при применении, например, сделок корпоративного контроля — реальный путь увеличения доходов корпорации.

Политика управления затратами строится на использовании внутрифирменных факторов, поскольку уровень издержек находится полностью под контролем менеджеров компании. В связи с этим уровень прибыли будет зависеть в первую очередь от политики управления затратами, основной задачей которой будет достижение рентабельности, достаточной для накопления собственных источников для расширенного воспроизводства.

Распределение накладных расходов является сегодня актуальной проблемой, от решения которой зависит корректность определения прибыльности того или иного продукта, направления деятельности или центра ответственности корпорации.

Накладные расходы можно распределять по носителям затрат, используя методы полного и частичного их распределения. В первом случае корпорация получит традиционные показатели прибыли и рентабельности. Однако результат зависит от выбранной базы распределения и принципов распределения накладных расходов. Ошибившись в выборе базы распределения, можно получить неверные данные о рентабельности продуктов и исключить из ассортимента продукты фактически прибыльные, но на основе расчетов — убыточные.

Метод частичного распределения накладных расходов базируется на показателях: покрытие затрат и процент покрытия затрат. Эти показатели более точно отражают выгодность производства того или иного продукта, эффективность направления деятельности, так как в меньшей степени зависят от выбора базы распределения.

Каждый хозяйствующий субъект определяет приемлемый для себя уровень рентабельности и принципы управления ею. Например, в целях сохранения достигнутого уровня рентабельности корпорация может пойти по пути выхода на новые рынки сбыта и увеличения выручки при сложившемся уровне издержек, а может, наоборот, снижать издержки за счет ресурсо- и энергосберегающих технологий, не расширяя объема продаж.

Целью *распределения прибыли корпорации* является определение пропорций, в которых она делится между государством, собственниками и менеджерами. В связи с этим данный вид политики распадается на два подвида: налоговую политику и дивидендную политику.

Целью *налоговой политики* является определение принципов поведения при исчислении налогов. Корпорация, например, может различными способами сводить налогооблагаемую прибыль к минимуму или платить налог на прибыль без применения мер, снижающих налогооблагаемую базу. Кроме того, корпорация может ввести систему налогового планирования, сущность которого заключается в использовании налогоплательщиком всех допустимых законом приемов и способов для сокращения налоговых обязательств.

Вообще, налогоплательщик может выбрать одну из нескольких форм поведения в отношении уплаты налогов: выполнение обяза-

тельств по уплате налогов в соответствии с законом без применения мер по снижению налоговой нагрузки; налоговое планирование; уклонение от уплаты налогов.

Целью *дивидендной политики* является обеспечение прав собственников бизнеса. Данный вид политики устанавливает пропорции в распределении чистой прибыли между собственниками — в виде дивидендов и наемными работниками — в виде фонда трудовых и социальных льгот. Кроме того, корпорация должна иметь часть чистой прибыли на нужды расширенного воспроизводства, т. е. для реинвестирования.

В данном случае может проявиться конфликт между собственниками и менеджерами.

Собственники должны определить приоритеты в начислении дивидендов.

Наиболее распространенной является теория начисления дивидендов по остаточному принципу, разработанная в 1961 г. Ф. Модильяни и М. Миллером. Суть ее в том, что дивиденды выплачиваются только после того, как изучены все потребности реинвестирования прибыли. Следовательно, собственники получают право на дивиденды только после финансирования всех необходимых для развития корпорации инвестиционных проектов.

Однако это не единственная теория. Например, существует теория предпочтительности дивидендов М. Гордона и Д. Линтнера, теория налоговых предпочтений, сигнальная теория дивидендов и т. п. Более подробно вопросы формирования и реализации дивидендной политики корпораций рассмотрены в гл. 13.

После выбора теории необходимо разработать методику расчета дивидендов и формы их выплат. Акционеры могут выбрать одну из форм — наличными деньгами или акциями.

Дивидендная политика, как уже было отмечено, тесно связана с политикой формирования денежного капитала. При этом необходимо сопоставить потребность в финансировании с объемом и видами источников финансирования. Возможны и такие варианты финансовой политики, когда выгоднее выплатить дивиденды, поднять стоимость акций, а затем провести дополнительную их эмиссию для привлечения денежного капитала под крупный инвестиционный проект.

Дивидендная политика связана и с политикой управления затратами организации. Именно от последней зависит, будет ли корпорация минимизировать налогооблагаемую прибыль, а, соответственно, и чистую прибыль.

Следует отметить, что дивидендная политика зависит напрямую от фазы жизненного цикла корпорации. Естественно, что динамично развивающаяся корпорация, а также находящаяся в фазе зрелости будет уделять большое внимание дивидендной политике. Напротив, корпорация в кризисном состоянии может принять решение о приостановлении выплаты дивидендов и о реинвестировании всей чистой прибыли в развитие производства. А вот вновь создаваемая корпорация может выбрать любую теорию дивидендной политики в зависимости от потребностей в финансировании. Это будет зависеть от возможности доступа к рынкам капитала.

Политика управления текущей ликвидностью и платежеспособностью тесно связана со всеми видами финансовой политики. Она позволяет корпорации формировать положительное сальдо результирующего денежного потока и отвечать в любой момент по своим обязательствам. Этот вид политики, с одной стороны, формирует принципы привлечения денежных средств, а с другой — их расходование по срокам, видам обязательств и т. п. В этом случае корпорация решает, какие финансовые инструменты должны быть использованы и при каких условиях.

Таким образом, финансовая политика корпорации устанавливает принципы управления ее финансовой деятельностью и осуществляет выбор альтернатив управленческих решений с учетом разработанных принципов. Подходы к формированию финансовой политики интегрированных и неинтегрированных корпораций не будут различаться, однако набор элементов, составляющих финансовую политику в этих двух типах субъектов, будет различен.

Вопросы для самопроверки

1. Охарактеризуйте виды планов и систему планирования в организациях. Поясните назначение каждого уровня планирования.
2. Назовите виды политики собственников. В чем их сущность?
3. Какова роль финансовой политики в управлении компанией?
4. Назовите функции субъектов управления в компании в системе планирования.
5. Перечислите основные виды финансовой политики компании по объектам финансового управления.

8.2. Особенности стратегического финансового планирования в корпорации

Стратегическое планирование в системе управления появилось 30–35 лет назад как эффективное средство своевременной реакции корпораций на существенные изменения внешней среды.

Стратегическое управление базируется на стратегическом планировании, и основной его целью является повышение конкурентоспособности корпорации для улучшения ее финансового положения. При этом методологически важно определить место стратегического планирования в совокупности функции управления и его соотношение с политикой корпорации.

Все подходы к разработке стратегического планирования можно разделить на несколько групп. Часть ученых рассматривает его как самостоятельную функцию управления. Ряд ученых придерживаются мнения, что первичной является разработка политики, реализация которой проводится через стратегическое планирование и управление.

Американские специалисты в области стратегического планирования склонны считать, что стратегия не занимает подчиненного положения к политике, а является самостоятельной функцией.

Следует отметить, что в системе управления предприятиями всегда выделялось какая-то одна основополагающая функция, которой были подчинены все остальные. Например, до 1940-х гг. в мировой практике такой функцией был учет, особенно учет и контроль издержек производства. В 50-х — 60-х гг. XX в. эта роль перешла к планированию. Однако его методы, базирующиеся на принципах экстраполяции, оказались несостоятельными в условиях нестабильности и непредсказуемости макроэкономических условий. Для организаций это означало сужение горизонтов планирования. Вместо прежней долгосрочной ориентации обычной стала практика управления «от случая к случаю», когда в основе любой акции лежали спонтанные оценки и решения. В таких условиях потребовался поиск новых путей к охвату всей деятельности хозяйствующих субъектов. В результате определения приоритетных целей возникла новая управленческая функция — разработка и реализации плановой стратегии развития. Прежде всего, она направлена на выявление самых эффективных способов достижения плановых целей. До настоящего времени ей отводится ведущая роль среди управленческих функций хозяйствующего субъекта.

Другая точка зрения рассматривает несколько иной путь обеспечения единого подхода к деятельности организации, который базируется на разработке его политики. Политика организации устанавливает принципы, которые должны соблюдать все ее подразделения. Это предъявляет известные требования к поведению всех включенных в этот процесс сторон, что и является нормами, присущими данной организации. Таким образом, фирменная политика представляет собой нормативную или нормоопределяющую функцию управления — общее руководство для действий и принятия решения, которое облегчает достижение целей.

Политику можно рассматривать в качестве «кодекса законов», который определяет, в каком направлении могут осуществляться действия. Политика направляет действия на достижение цели или выполнение задачи. Она объясняет, каким образом должны быть достигнуты цели, устанавливая вехи, которым нужно следовать. Она предназначена для сохранения постоянства целей, а также для того, чтобы избежать принятия недальновидных решений, основанных на требованиях данного момента. Политика удерживает от выбора альтернативы на основе личных ценностей и предпочтений и склоняет к решению, которое соответствует глобальным целям организации.

В интерпретации немецкой школы принципы и нормы фирменной политики претендуют на всеобщую применимость, а это предполагает, что они количественно и во времени не могут быть точно установлены. Эти нормы и принципы имеют силу лишь до определенного момента и являются, поэтому императивами общего характера. Стратегия организации соответствует тем самым общей области фирменной политики и подчинена ей. Цель стратегии состоит в сохранении организации в будущем.

Разработка политики является частью процесса планирования деятельности корпорации, которое выступает основной функцией управления. Политика определяет принципы деятельности, а стратегия показывает цели и задачи развития корпорации на конкретный период времени в условиях разработанной политики. Таким образом, стратегия, с одной стороны, подчиняется нормам и принципам политики, а с другой — является самостоятельным проявлением функции планирования в рамках определенного временного промежутка. Кроме того, по анализу отклонений фактических показателей от плановых при реализации стратегии можно принимать решения о необходимости пересмотра политики.

Это объясняет тот тезис, что политику должны разрабатывать собственники корпорации, определяющие глобальные перспективы бизнеса, а стратегию — менеджеры — в рамках заданных политикой принципов, проявляющихся на конкретном промежутке времени.

Иными словами, стратегия, как и политика, является проявлением функции планирования, но на другом временном и организационном уровнях.

В подходах к формированию стратегии корпорации учеными также не выработано единого мнения.

В зарубежной экономической литературе очень часто можно встретить такую логическую взаимосвязь между этапами разработки стратегии корпорации (рис. 8.5).

Рис. 8.5. Логическая схема разработки стратегии корпорации[1]

На наш взгляд, эта схема является универсальной для организаций, которые начинают внедрять систему управления. В корпорациях, в первую очередь интегрированных, необходимо разработку стратегии проводить на основе принципов, предложенных политикой. Кроме того, последовательность этапов разработки стратегии у разных авторов различна. Некоторые начинают разрабатывать стратеги-

[1] *Грюнинг Р.* Методы и средства стратегического планирования на фирме // Проблемы теории и практики управления. 1993. № 3. С. 16.

ческий план с миссии и целей организации, проводя в дальнейшем анализ корпорации и вырабатывая на этой основе стратегические мероприятия.

Подход авторов базируется на аналогичных этапах, но последовательность их, на наш взгляд, должна быть следующей:

1) анализ исходной ситуации;

2) разработка целей и их координация с политикой корпорации;

3) выбор стратегии и разработка стратегических мероприятий.

Начало работы по стратегическому планированию с анализа исходной ситуации позволит в дальнейшем разработать более достижимые и взаимоподдерживающие цели, поскольку будут ясны проблемы корпорации. Это, в свою очередь, позитивно отразится на формировании стратегических мероприятий.

Стратегия корпорации — это средство определения целей и задач ее развития на конкретный промежуток времени исходя из создавшихся условий макро- и микроэкономического развития.

Стратегическое планирование — это процесс, в ходе которого определяется дальнейшее развитие корпорации исходя из поставленных целей. Данный процесс основывается на системном анализе всей деятельности корпорации, разработке целей и заканчивается планом стратегических мероприятий.

В зависимости от типа разработанных целей различают маркетинговую, производственную и финансовую стратегию.

Разработка *маркетинговой стратегии* завершается рекомендациями по улучшению ассортимента, выходу на новые рынки сбыта, улучшению маркетинговых коммуникаций и т. п.

Результатом *производственной стратегии* является решение вопросов по обеспечению производства новой техникой, технологиями, снижению издержек производства, оптимизации запасов сырья и готовой продукции и т. п.

Финансовая стратегия может быть разработана только как завершающее звено после определения всех остальных функциональных стратегий. Она строится на рекомендациях по маркетингу, производству, логистике, персоналу и обосновывает пути обеспечения корпорации денежным капиталом для их реализации. Кроме того, стратегический финансовый план показывает не только объем и направления инвестиций и расходов, но и оптимальный путь повышения конкурентоспособности корпорации и улучшения финансового положения. Только разработав финансовую стратегию и определив все стратегические мероприятия в денежном выражении, можно

в дальнейшем оценить результаты ее внедрения через организацию оперативного планирования и управления.

Следует отметить, что большинство зарубежных авторов, за редким исключением, при характеристике сущности стратегического планирования и управления описывают подходы к разработке маркетинговой стратегии. Что касается российских ученых, они чаще рассматривают стратегическое планирование через оценку показателей в стоимостном выражении. Однако четкой логической связи стратегического планирования с оперативным, включающим бизнес-план и бюджет корпорации, нет ни в одном исследовании. Авторы данной работы ставят перед собой задачу определения всех взаимосвязей между стратегическим и оперативным планированием и управлением именно с финансовой точки зрения.

Стратегический план представляет собой комплексный документ, предназначенный для того, чтобы обеспечить реализацию политики корпорации в определенный промежуток времени. В свою очередь, реализация самой стратегии проводится с помощью разработки и внедрения бизнес-планов инвестиционных проектов и бюджета корпорации на текущий финансовый год.

Концентрирование зарубежных исследователей на маркетинговой стратегии привело к тому, что они столкнулись с проблемой реализации стратегии на оперативном уровне управления. Для ее решения ученые Д. Нортон и Р. Каплан предложили систему сбалансированных показателей (Balanced Scorecard), которая позволяет внедрить маркетинговую стратегию и скоординировать ее с показателями деятельности организации по всем функциональным областям. Предложенный подход не требует дополнительного введения никаких прочих инструментов управления. Зарубежные корпорации разрабатывают стратегию развития на 10–15 лет.

Стратегию корпораций в российских условиях целесообразно разрабатывать сроком на 3–5 лет топ-менеджерам, иногда с участием внешних консультантов. Утверждение плана стратегического развития должно проходить в совете директоров корпорации. Современные тенденции зарубежной практики разработки стратегии таковы, что корпорации отказываются от услуг консалтинговых фирм, а пользуются услугами отделов контроллинга, успешно развивающихся практически во всех средних и крупных компаниях. Перевод функции внешних консультантов на контроллеров фирм объясняется тем, что, во-первых, некоторые вопросы, касающиеся конкурентной борьбы в стратегической перспективе корпораций, являются коммерческой

тайной, которую нельзя доверить внешним консультантам. Во-вторых, контроллеры лучше владеют ситуацией в отрасли, могут более объективно оценить риски и возможности развития корпорации, не говоря уже об определении ее сильных, слабых сторон и т. п. В-третьих, на контроллеров можно возложить определенную ответственность за разработку и реализацию стратегии, чего нельзя сделать в отношении внешних консультантов.

Что касается российской практики, можно отметить, что в большинстве случаев разработка стратегии проходит с участием внешних консультантов, которые, как правило, лучше владеют современными инструментами управления, чем менеджеры корпораций.

Итак, корпоративная финансовая стратегия является инструментом реализации политики корпорации и определяет цели ее развития на долгосрочную перспективу на основе принципов, разработанных политикой.

Стратегия, в свою очередь, реализуется через оперативное планирование и управление. Исходя из концепции трехуровневой системы управления корпорацией, включающей разработку политики стратегии и оперативных планов, стратегия развития является связующим звеном между политикой и оперативным планированием.

Вопросы для самопроверки

1. В чем сущность стратегического планирования в организации?
2. Покажите роль и место финансового обоснования в разработке стратегии организации.
3. Дайте понятие инвестиционной стратегии предприятия и назовите этапы ее формирования.
4. Назовите инструменты стратегического финансового планирования.
5. Как осуществляется разработка финансовой стратегии в организациях?

8.3. Оперативное финансовое планирование деятельности корпорации

Реализация стратегии корпорации обеспечивается через оперативное планирование, включающее бизнес-планы инвестиционных проектов и бюджет корпорации.

Разработав стратегические мероприятия и определив объем инвестиций необходимый для реализации стратегии, корпорация

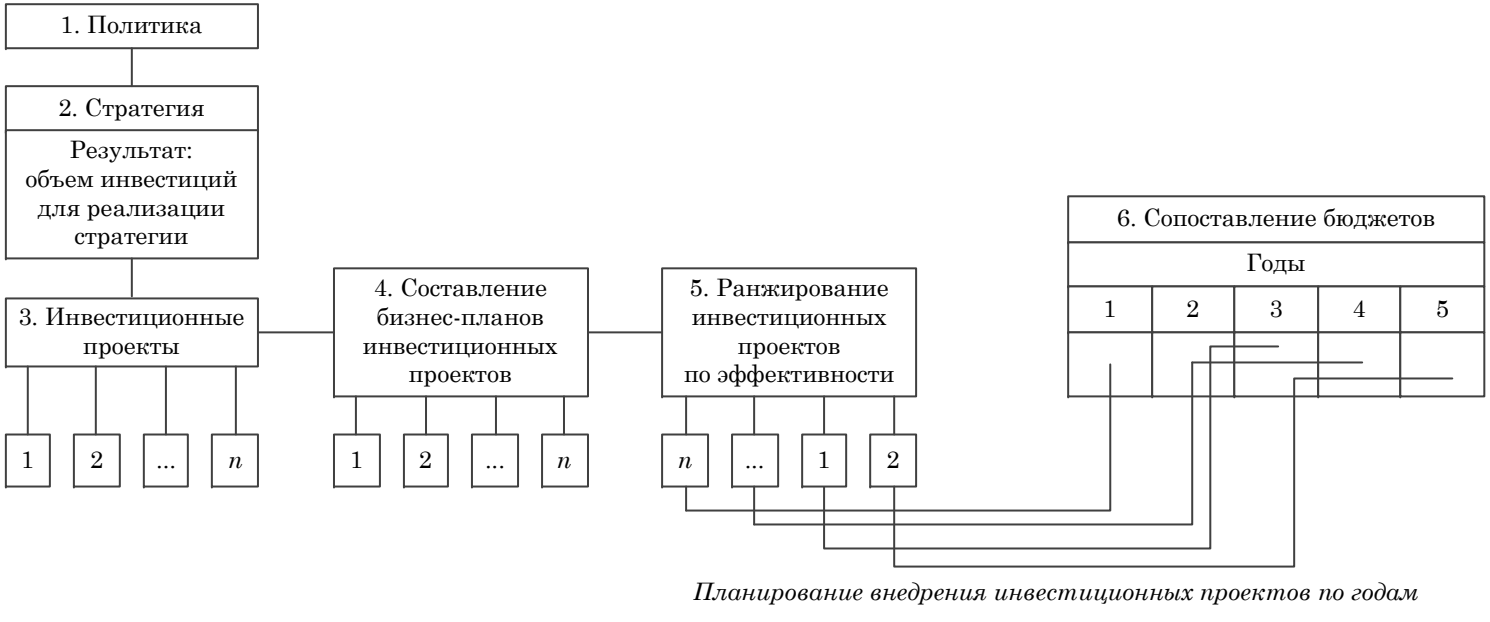

Рис. 8.6. Логическая взаимосвязь между стратегическим и оперативным планированием и управлением в корпорациях[1]

[1] *Казак А. Ю., Веретенникова О. Б., Майданик В. И.* Финансовая политика в системе корпоративного управления. Екатеринбург: АМБ, 2004. С. 177.

должна проранжировать их по порядку внедрения. Для этой цели все инвестиции делятся на проекты и для каждого проекта составляется бизнес-план. Ранжирование проектов проводится по показателю окупаемости инвестиций. Это необходимо для того, чтобы более рационально спланировать сроки реализации стратегических мероприятий, а соответственно, и источники финансирования. Так, прибыль от своевременного и эффективно внедренного проекта может быть реинвестирована в другие проекты. Ошибка многих корпораций в том, что они одновременно стараются внедрить все стратегические мероприятия, даже если это можно сделать последовательно, и при ограниченных собственных источниках привлекают заемные средства, а затем с большим трудом возвращают долги.

После ранжирования инвестиционных проектов по их значимости, условиям осуществления необходимо рассмотреть их влияние на результаты финансово-хозяйственной деятельности в следующем финансовом году.

Это можно проследить в бюджете корпорации. Если сроки окупаемости инвестиционных проектов больше одного календарного года, то бюджеты можно составить на несколько последующих финансовых периодов. Кроме того, бюджет корпорации позволит определить, будет ли она с разработанной стратегией эффективнее развиваться в следующем году. Логическая взаимосвязь между стратегическим и оперативным планированием раскрыта на рис. 8.6.

Рассмотрим подробнее проблемы бизнес-планирования и бюджетирования в корпорациях.

Следует отметить, что от четкости и логичности построения этих документов зависит корректность расчетов, а значит и правильность управленческих решений.

Бизнес-план составляется для привлечения инвестиций и должен включать в себя такие основные направления, как маркетинг, организация производства и данные о финансовом положении.

Так, основными разделами бизнес-плана являются:

– анализ положения дел в отрасли;
– производственный план;
– план маркетинга;
– организационный план;
– финансовый план.

В первую очередь необходимо осветить проблемы маркетинга, т. е. показать существующую потребность в продукте или услуге корпорации. Затем следуют разделы, описывающие наращивание произ-

водственных мощностей, план производства, риски и, в завершение, финансовый план.

Обеспечение взаимосвязи стратегического планирования с оперативным реализуется в структуре бизнес-плана инвестиционного проекта (рис. 8.7).

Рис. 8.7. Схема теоретико-методологического подхода к составлению бизнес-плана[1]

В основу подхода положены идеи немецких консалтинговых фирм (в частности, GOPA — Gesellschaft fur Organisation, Planung und Ausbildung mbh — Consultants), адаптированные к условиям российской экономики и системе комплексного внутрифирменного планирования.

---

[1] *Казак А. Ю., Веретенникова О. Б., Майданик В. И.* Финансовая политика в системе корпоративного управления. Екатеринбург: АМБ, 2004. С. 180.

Бизнес-план составляется только для обоснования эффективности инвестиционных проектов и только после разработки политики и стратегии корпорации, в результате которой выявляются направления и суммы инвестиций. Кроме того, бизнес-планы инвестиционных проектов разрабатываются только для развития сфер деятельности с высокой привлекательностью рынка. Если при предварительном анализе обнаружится, что инвестиции планируется вкладывать в сферы деятельности с низкими показателями привлекательности рынка и конкурентоспособности корпорации, то такие проекты необходимо срочно отклонить.

Представим себе, что корпорация, не разработав политику и стратегию, принимает решение об инвестициях в расширение своей деятельности. В этом случае у нее отсутствует возможность проверки обоснованности маркетинговых исследований по проекту в соответствии со стратегией. С высокой долей вероятности маркетинговые риски таких инвестиционных проектов очень высоки. Кроме того, политика и стратегия дают четкую позицию по принципам и условиям принятия управленческих решений об инвестиционной деятельности, т. е. внутренней норме доходности, динамическом сроке окупаемости и прочих показателях.

Бизнес-план является инструментом оперативного (тактического) планирования и, соответственно, не может применяться без предварительно разработанной политики и стратегии.

Рассмотрим методологические подходы к разработке бизнес-плана.

Как видно из рис. 8.7, бизнес-план должен содержать 4 раздела. В таком виде он может быть представлен потенциальным инвесторам, если речь идет о внешних заимствованиях. В том случае, если внутренних источников достаточно для финансирования инвестиционных проектов и бизнес-план составляется для внутрифирменного использования, можно ограничиться составлением разделов 1 г), 2, 3, 4.

Первый раздел «Характеристика корпорации и инвестиционного проекта» содержит 4 подраздела. В первую очередь указывается организационно-правовая форма, период деятельности на рынке.

Затем дается характеристика собственников и менеджеров корпорации. Для характеристики собственников используется информация о их бизнесе, репутации, финансовом положении. Сведения о менеджерах содержат описание их сферы ответственности, соответствия образования занимаемой должности, опыта работы и т. п. При этом необходимо показать, что в корпорации не существует конфликта

между интересами собственников и менеджеров, поскольку многие жизнеспособные и перспективные идеи не внедряются именно по этой причине.

Далее в первом разделе бизнес-плана приводится структура управления корпорацией. Особая проблема может состоять в том, что не отработаны функции, а также взаимодействие между подразделениями корпорации.

В заключение первого раздела описывается сущность инвестиционного проекта с указанием новых возможностей, которые корпорация получит от его внедрения.

При составлении второго раздела «План маркетинга» за базовую принимается информация, содержащаяся в разработанном стратегическом плане. Это сведения о позиции корпорации на рынках, клиентах и продукте (услуге) компании. Дополнительно проводится изучение конкурентов, обосновывается продажная цена, каналы продвижения продукта (услуги).

Результатом плана маркетинга должна стать выручка от реализации продукции на период окупаемости проекта. Объем планируемой выручки от продаж должен уточнить тот прогноз, который дала разработанная стратегия.

Зная потребность рынка в продукте (услуге), можно составлять третий раздел «План производства». Он включает в себя описание «технологической цепочки», обоснование потребности в основном, оборотном капитале и рабочей силе, а также затрат корпорации на производство и реализацию продукции по инвестиционному проекту.

«Технологическая цепочка» представляет собой описание всех происходящих процессов от приобретения сырья до выпуска готовой продукции. Иными словами, это пошаговое описание производственного цикла.

В табл. 8.1 представлена схема определения потребности в основном капитале, оборотных средствах и рабочей силе по проекту.

Такую таблицу следует составить на весь период окупаемости инвестиционного проекта с разбивкой по годам, так как потребности рынка, а соответственно производства, будут иметь тенденцию к повышению по мере укрепления позиции корпорации на рынке.

Затраты корпорации на производство и реализацию продукции формируются согласно ст. 253–270 гл. 25 «Налог на прибыль организаций» II части Налогового кодекса РФ.

Результатом плана производства будет определение критического объема продаж и рентабельности производства продукции.

Таблица 8.1

Определение потребности в имуществе и рабочей силе для осуществления инвестиционного проекта

Потребность	Звенья производственного цикла							
	1		2		…		Сумма	
	Имеется	Следует приобрести	Имеется	Следует приобрести	…	…	Имеется	Следует приобрести
Основной капитал								
Оборотные средства								
Рабочая сила (чел. / фонд оплаты труда)								

Примечание. Сост. по: *Казак А. Ю., Веретенникова О. Б., Майданик В. И.* Финансовая политика в системе корпоративного управления. Екатеринбург: АМБ, 2004. С. 183.

Критический объем продаж рассчитывается по формуле нахождения «точки безубыточности». Рентабельность производства находится как отношение прибыли от производства и реализации продукции к соответствующим затратам.

Методика дает возможность получить информацию об эффективности инвестиционного проекта еще до составления финансового плана.

При неудовлетворенности собственников и менеджеров результатами плана производства, в целях оптимизации проекта необходимо пересмотреть результаты стратегии и стратегические мероприятия, положенные в основу данного инвестиционного проекта, план маркетинга и производства. Только после этого можно переходить к рассмотрению сущности четвертого раздела бизнес-плана — финансового плана.

Этот раздел включает в себя четыре документа:

а) план финансирования и инвестиций;

б) план по прибыли (убыткам);

в) план движения денежных средств;

г) плановый баланс.

Структура финансового плана дана в табл. 8.2.

План финансирования и инвестиций показывает инвестиционную стоимость проекта (расходы корпорации до получения первой вы-

ручки от реализации продукции по проекту). Данный документ имеет следующую форму (табл. 8.3).

Таблица 8.2

Структура раздела «Финансовый план» бизнес-плана

Вид документа	На какой вопрос инвестора отвечает	Финансовые показатели, определяемые по документу	Показатели документа
План финансирования и инвестиций	Какова стоимость инвестиционного проекта?	Денежный капитал и направления инвестиций	Финансирование — инвестиции
План по прибыли (убыткам)	Какой размер прибыли генерирует проект?	Рентабельность	Выручка — затраты
План движения денежных средств (cash-flow)	Сколько денежных средств будет у корпорации на счете в результате внедрения инвестиционного проекта?	Текущая ликвидность	Поступления — выплаты
Плановый баланс	Какое имущество имеет проект и за счет каких финансовых источников оно приобретено?	Структурная ликвидность	Актив — пассив

Примечание. Сост. по: *Казак А. Ю., Веретенникова О. Б., Майданик В. И.* Финансовая политика в системе корпоративного управления. Екатеринбург: АМБ, 2004. С. 184.

Таблица 8.3

План финансирования и инвестиций по проекту, тыс. р.

Направления инвестиций (расходов)	Источники финансирования			
	Собственный капитал	Заемный капитал	Привлеченный капитал	Сумма
Предварительные расходы				
Основной капитал				
Оборотные средства				
Сумма				

Примечание. Сост. по: *Казак А. Ю., Веретенникова О. Б., Майданик В. И.* Финансовая политика в системе корпоративного управления. Екатеринбург: АМБ, 2004. С. 184.

В плане финансирования и инвестиций по горизонтали указываются источники финансирования. Ими могут быть собственные, заемные, привлеченные средства, бюджетные ассигнования, иностран-

ные инвестиции и т. п. Перечень источников зависит от специфики проекта.

По вертикали рассматриваются направления инвестиций и расходов: предварительные расходы, инвестиции в основной капитал, расходы на приобретение оборотных средств.

Предварительные расходы — это расходы на получение лицензии и сертификацию деятельности. Если под инвестиционный проект открывается новая организация — это расходы на ее регистрацию и открытие счета в банке.

Инвестиции в основной капитал включают в себя суммы, выделяемые на приобретение зданий, оборудования, для оснастки производства.

Расходы на приобретение оборотных средств рассчитываются на первый операционный цикл по формуле

$$П_ц = \frac{П_{год}}{360} \times Д, \qquad (8.1)$$

где $П_ц$ — потребность в оборотных средствах на один операционный цикл, р.; $П_{год}$ — годовая потребность в оборотных средствах по проекту, р.; 360 — количество дней в периоде; Д — длительность операционного цикла, дн.

План по прибыли (убыткам) представляется по известной форме № 2 для бухгалтерской отчетности, которая составляется на основе планируемых показателей с указанием распределения прибыли в пользу каждого инвестора. Можно также воспользоваться другой формой, представленной в табл. 8.4.

Таблица 8.4

План по прибыли (убыткам) инвестиционного проекта

№ п/п	Показатели	Сумма
1	Выручка от реализации товаров и имущественных прав	
2	Расходы, связанные с производством и реализацией	
3	Прибыль (убытки) от реализации	
4	Внереализационные доходы	
5	Внереализационные расходы	
6	Внереализационная прибыль	
7	Налоговая база (стр. 3 + стр. 6)	
8	Убытки, переносимые на будущий период*	
9	Налогооблагаемая прибыль (стр. 7 – стр. 8)	

Окончание табл. 8.4

№ п/п	Показатели	Сумма
10	Налог на прибыль	
11	Чистая прибыль	
12	Обязательства, погашаемые за счет чистой прибыли (налоги, возврат кредита, штрафы за нарушение налогового законодательства и т. д.)	
13	Чистая прибыль, остающаяся в распоряжении корпорации по инвестиционному проекту	

Примечания.

* Полная сумма переносимого убытка не может превышать 30 % налоговой базы. Перенос убытка может осуществляться в течение 10 лет, следующих за налоговым периодом, в котором получен этот убыток.

Сост. по: *Казак А. Ю., Веретенникова О. Б., Майданик В. И.* Финансовая политика в системе корпоративного управления. Екатеринбург: АМБ, 2004. С. 186.

Третий документ финансовой части бизнес-плана — *план движения денежных средств по проекту*. Если на основе предыдущего документа можно сделать вывод о прибыльности (рентабельности) проекта, то данная форма показывает, будет ли проект ликвиден с предлагаемыми источниками и видами инвестиций.

Документ состоит из двух групп показателей: поступления и выплаты.

Поступления показывают приток наличных средств, который должен пройти через расчетный счет или кассу, выплаты — отток наличных средств.

Показатели поступлений и выплат расписываются по месяцам. За каждый месяц выводится сальдо поступлений и сальдо выплат, разница между которыми составляет сальдо месячное. Сальдо накопительное планируемого месяца представляет собой сумму сальдо месячного текущего месяца и сальдо накопительного прошлого месяца. Если оно имеет положительное значение, значит, в этот период проект будет иметь запас ликвидности, если отрицательное — по проекту возникнет кредиторская задолженность.

Если при расчете показателей этого документа возникают отрицательные величины по строкам «сальдо месячное» и «сальдо накопительное», то необходимо уже на этапе планирования попытаться управлять ликвидностью. Самыми распространенными выходами из создавшейся ситуации могут быть следующие:

– пересмотр условий оплаты за продукцию, представленных в договорах с покупателями;

– поиск дополнительных источников поступлений (увеличение собственного капитала за счет наличных денежных средств), поиск наличного привлеченного капитала;

– минимизация выплат путем поиска более выгодных поставщиков сырья и материалов, заключение более выгодных договоров на аренду имущества, снижение транспортных расходов и т. п.

Последний документ в финансовой части бизнес-плана — *плановый баланс*. Его необходимо составлять в случае выделения проекта в отдельную организацию. Прогнозируемый баланс составляют на начало и конец периода. На основе данных планового баланса рассчитывают показатели текущей ликвидности и обеспеченности собственными оборотными средствами, чтобы проверить удовлетворительность структуры баланса.

Коэффициент текущей ликвидности рассчитывается как отношение текущих активов к текущим пассивам и показывает достаточность оборотных средств для погашения краткосрочных обязательств. Данный коэффициент имеет установленные границы — от 1 до 2. Нижняя граница показывает, что оборотных средств достаточно только для погашения краткосрочных обязательств. Предпочтительнее иметь значение показателя в пределах 2. Но значение выше этой величины для организации нежелательно, поскольку свидетельствует о низкой эффективности использования оборотных средств в связи с нерациональным их вложением.

Коэффициент обеспеченности собственными средствами находится как отношение собственных средств, вложенных в оборотные активы, к общей величине оборотных активов. Нижняя граница установлена в пределах 0,1. Чем выше этот уровень, тем лучше финансовое состояние организации. На этапе планирования показателей баланса необходимо достичь их установленных значений, тогда структура баланса признается удовлетворительной. В противном случае необходимо пересмотреть структуру активов и пассивов организации.

После составления бизнес-планов инвестиционных проектов производится, как уже было сказано, их ранжирование по срокам окупаемости и источникам финансирования. Затем инвестиционные проекты встраиваются в текущую деятельность при составлении бюджета корпорации на планируемый финансовый год.

Бюджет корпорации — это план ее развития на финансовый год. Построение его структуры должно соответствовать логике функционирования хозяйствующих субъектов в рыночной экономике, т. е. охватывать последовательно проблемы маркетинга, производства и финансовой деятельности.

В корпорации принято создавать сквозную систему функциональных бюджетов, включающую:

– бюджет фонда оплаты труда;

– бюджет материальных затрат;

– бюджет потребления электроэнергии;

– бюджет амортизации;

– бюджет прочих расходов;

– бюджет погашения кредитов;

– налоговый бюджет.

На основе функциональных бюджетов разрабатывается сводный бюджет по организации, составляющими которого являются:

– исходные прогнозные данные;

– производственная программа;

– баланс прибыли и убытков;

– баланс организации;

– отчет о движении денежных средств.

Сводный бюджет организации должен состоять из доходной и расходной частей.

Роль и место бюджетирования показывают его функции:

– планирование операций, обеспечивающих достижение целей корпорации. Составление бюджета позволяет уточнить и детализировать стратегические планы;

– коммуникация и координация различных подразделений и видов деятельности корпорации, подразумевающие согласование интересов отдельных работников и групп по предприятию в целом. Бюджет способствует выявлению слабых звеньев в организационной структуре, решению проблем коммуникации и распределения ответственности между исполнителями;

– ориентация руководителей на достижение задач, поставленных перед их центрами ответственности;

– контроль текущей деятельности, обеспечение плановой дисциплины;

– повышение профессионализма менеджеров. Составление бюджетов способствует детальному изучению деятельности своих подразделений и взаимоотношений между центрами ответственности корпорации.

Работа по составлению бюджета предполагает несколько этапов. Их можно объединить в бюджетный цикл, включающий:

1) подготовку бюджетов на основе принятых форм;

2) согласование бюджетов, т. е. их первичную консолидацию и защиту на специальном бюджетном комитете;

3) вторичное согласование на уровне бюджетов структурных подразделений и всей корпорации;

4) утверждение бюджетов бюджетным комитетом;

5) исполнение бюджетов (помесячное);

6) скользящую корректировку бюджета на предстоящий период, исходя из результатов исполнения за прошлые периоды;

7) контроль и анализ исполнения бюджетов.

Успех корпорации по составлению и исполнению бюджета зависит от правильного *управления бюджетированием*, которое должно включать в себя:

1) назначение директора по бюджетированию. Он отвечает за подготовительный процесс, стандартизацию форм бюджетов, сбор и сопоставление данных, проверку информации и предоставление отчетов. Директор по бюджетированию — это обычно финансовый директор корпорации. Если в корпорации создан отдел контроллинга, то составление бюджета будет его функцией;

2) создание комитета по бюджетированию — отдельный, постоянно действующий орган совета директоров, который занимается тщательной проверкой стратегических и оперативных планов, дает рекомендации, разрешает разногласия и оперативно вносит коррективы в бюджеты корпорации;

3) наличие руководства по бюджету — набор инструкций, отражающих политику, организационную структуру корпорации, разделение прав и обязанностей, ответственность исполнителей.

Опыт работы по бюджетному планированию позволяет выявить ряд типичных проблем организации бюджетирования (рис. 8.8).

Как видно из рис. 8.8, основные проблемы делятся на 4 группы:

– концептуальные;

– методологические;

– аналитические;

– управленческие.

Конечно, основная проблема состоит в том, что бюджетирование пока не стало инструментом оперативного управления деятельностью корпорации, каковым оно является для зарубежных фирм. Многие российские корпорации не видят связи бюджетирования со стратегическим и бизнес-планированием, хотя исполнение бюджета показывает результаты деятельности всех уровней управления и решенные при этом задачи.

Проблемы бюджетирования корпораций

Концептуальные:	*Методологические:*	*Аналитические:*	*Управленческие:*
1) отсутствует связь бюджетирования с политикой, стратегией и бизнес-планированием; 2) отсутствует концепция бюджетирования и формализация процессов; 3) планирование базируется на прошлом опыте, а не на перспективных целях; 4) нормирование не используется в качестве базы бюджетов; 5) на этапе планирования не оптимизируются процессы в компании	1) не разделен бухгалтерский и управленческий учет; 2) планируются отдельные области, нет целостной картины деятельности	1) показатели подразделений бывают несопоставимы; 2) отсутствуют общепринятые показатели оценки эффективности деятельности бюджетных единиц; 3) избыточна детализация данных и контроля; 4) бюджеты часто пересматриваются без обоснования; 5) анализ и контроль осуществляется сотрудниками экономических служб, а не ответственными за направление	1) отсутствует орган принятия бюджетных решений; 2) распределение ответственности осуществляется неадекватно; 3) бюджетные единицы не участвуют в принятии бюджета; 4) руководители высшего звена недостаточно вовлечены в процесс утверждения и контроль бюджетов; 5) результаты исполнения бюджетов не связаны с системой стимулирования и оценкой деятельности подразделений и их руководителей

Рис. 8.8. Проблемы бюджетирования корпораций[1]

[1] *Казак А. Ю., Веретенникова О. Б., Майданик В. И.* Финансовая политика в системе корпоративного управления. Екатеринбург: АМБ, 2004. С. 197.

Комплексный подход к планированию прослеживается через сроки внутрифирменного планирования (табл. 8.5).

Таблица 8.5

Сроки внутрифирменного планирования

Мероприятие	Текущий год												Планируемый год			
	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь	Январь	Февраль	Март	Апрель
Проверка стратегического плана					■											
Определение целей и предпосылок для тактического планирования						■										
Планирование продаж, производства, инвестиций на последующий период								■								
Планирование издержек на последующий период									■							
Составление финансового бюджета										■	■					
Составление окончательного варианта основного бюджета												■				
Корректировка развития финансового состояния корпорации до конца года на основе текущих квартальных отчетов			■			■			■		■	■				
Анализ отклонений плановых показателей от фактических данных, контроль результатов, принятие управленческих решений															■	■

Примечание. Сост. по: *Казак А. Ю., Веретенникова О. Б., Майданик В. И.* Финансовая политика в системе корпоративного управления. Екатеринбург: АМБ, 2004. С. 195.

Как видно из табл. 8.5, корпорация должна раз в год пересматривать стратегический план, увязывать его с бюджетом и постоянно проводить корректировку всех видов уже составленных планов при изменениях внешней и внутренней среды развития корпорации.

Кроме того, очень важно анализировать отклонения плановых показателей от фактических, так как это позволяет принимать управ-

ленческие решения, ориентирующие корпорацию на более эффективный путь развития.

Таким образом, оперативное планирование является логическим продолжением стратегического и включает в себя бизнес-планы инвестиционных проектов и бюджет корпорации на следующий финансовый год.

Роль бизнес-планов состоит в обосновании эффективности инвестиций, предложенных стратегией, а бюджет показывает, как результаты разработанной стратегии и бизнес-планов реализуются в конкретном финансовом году. Результаты исполнения бюджета дают информацию о проблемах корпорации и возвращают процесс управления на уровень стратегического планирования.

Вопросы для самопроверки

1. В чем сущность и назначение бизнес-плана инвестиционного проекта? Назовите его основные разделы.
2. Из каких документов состоит финансовый план бизнес-плана? Опишите каждый документ.
3. В чем сущность бюджетирования в организации?
4. Назовите основные виды бюджетов корпорации.
5. Охарактеризуйте порядок составления бюджета корпорации.

Литература по теме

Казак А. Ю., Веретенникова О. Б., Майданик В. И. Финансовая политика в системе корпоративного управления. Екатеринбург: АМБ, 2004. 268 с.

Пионткевич Н. С. Теоретико-методологические подходы к стратегическому и оперативному управлению финансами организации в условиях изменяющейся внешней и внутренней среды // Финансовая экономика. 2020. № 12. С. 278–283.

Пионткевич Н. С., Шатковская Е. Г. Согласование интересов заинтересованных лиц (стейкхолдеров) в процессе управления финансами организации // Финансовая экономика. 2020. № 10. С. 403–408.

Финансовая политика хозяйствующих субъектов: монография / О. Б. Веретенникова, Е. Г. Шатковская, Г. Г. Безруков и др. Екатеринбург: АМБ, 2016. 184 с.

Шатковская Е. Г., Шатковская Н. С. Экономическая политика хозяйствующего субъекта // Сибирская финансовая школа. 2012. № 6. С. 69–72.

Основные термины

Корпоративная политика — первый уровень в системе планирования и управления корпорации, представляющий собой установление совокупности принципов и нормативов функционирования корпорации, касающихся ее целей и областей деятельности, определения ответственности по отношению ко всем контактным аудиториям, а также по реализации результатов на стратегическом и оперативном уровнях управления.

Корпоративная финансовая политика — совокупность экономических отношений по выбору альтернатив управленческих решений в сфере финансового менеджмента, возникающих в связи с реализацией разработанных собственниками принципов деятельности.

Стратегия корпорации — средство определения целей и задач ее развития на конкретный промежуток времени исходя из создавшихся макро- и микроэкономических условий.

Стратегическое планирование — процесс, при помощи которого определяется дальнейшее развитие корпорации исходя из поставленных целей; основывается на системном анализе всей деятельности корпорации, определении целей, заканчивается разработкой плана стратегических мероприятий.

Бизнес-план — инструмент оперативного (тактического) планирования, который составляется для обоснования эффективности инвестиционных проектов.

Бюджет корпорации — финансовый план ее развития на финансовый год.

9 Социально ориентированное финансирование как стратегический вектор корпоративной финансовой политики

9.1. Социально ориентированное финансирование: понятие, сущность, роль в корпоративной финансовой политике

На современном этапе развития экономики Российской Федерации возрастающий интерес к явлению социально ориентированного финансирования, созданию и реализации социально ориентированных проектов и, как следствие, социального предпринимательства со стороны государства, бизнес-сообщества и науки не случаен. Повышение показателей финансовой устойчивости субъектов хозяйствования различных отраслей и сфер деятельности и общий экономический рост страны невозможны без социальной направленности мер государственной финансовой поддержки, социальной ориентации бизнеса и корпоративной финансовой политики.

Прежде чем рассматривать социально ориентированное финансирование, необходимо определить сущность данного понятия.

Термин «социально ориентированное финансирование» сформировался на стыке двух самостоятельных понятий: «социальное» и «финансирование», в настоящий момент как отдельное понятие не является общепризнанным, не имеет четких научных границ. Под социально ориентированным финансированием может пониматься как отказ от вложения в определенные активы (военный, игорный бизнес), так и финансирование инновационного решения социальных проблем или внутрикорпоративные вложения на социальные потребности сотрудников (сближаясь в данной трактовке с термином «корпоративная социальная ответственность»); иногда под социально ориентированным финансированием понимается «зеленое финансирование».

Часто социально ориентированное финансирование подменяют термином «социально ориентированное инвестирование».

Авторы опираются на точку зрения научного коллектива в лице Л. И. Юзвович, С. А. Дегтярева, М. С. Марамыгина, Е. Г. Князевой о том, что «не нужно их отождествлять, эти понятия (инвестирование и финансирование) находятся в одном экономическом поле, но выполняют разные экономические функции. Процесс финансирования определяет пути направления привлечения капитала. Финансирование — это планомерный процесс привлечения денежных средств, обеспечение необходимыми финансовыми ресурсами различных проектов. Инвестирование — это вложение капитала с целью получения в будущем прибыли или дохода. В такой трактовке финансирование является первичным процессом, а инвестирование представляется как способ финансирования»[1].

Нередко социально ориентированное финансирование отождествляется с термином «социальное предпринимательство» или с финансированием проектов социальной направленности.

Зарождение инновационных идей и технологических решений, развитие стартапов все чаще связывают именно со спецификой социального предпринимательства, которое классифицируют в виде определенного типа бизнес-процесса или бизнес-модели, не рассматривая при этом непосредственно сам хозяйствующий субъект и законы его деятельности и финансирования. Именно через развитие социального предпринимательства представляется возможным внедрять в экономику страны инвестиционные проекты в таких важных отраслях, как экология, внутренний туризм, культура, искусство, и активизировать интерес к финансированию данных проектов со стороны корпоративного бизнеса.

Зарождение феноменов «социальное предпринимательство» традиционно связывают с учениями зарубежных исследователей-экономистов. В российской экономической парадигме указанные понятия до сих пор представляют дискуссионный вопрос. В рамках данного учебника авторы будут ориентироваться на определения, сформулированные в Федеральном законе от 24 июля 2007 г. № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации»:

– социальное предпринимательство — это предпринимательская деятельность, направленная на достижение общественно полезных целей, способствующая решению социальных проблем граждан

[1] *Инвестиции*: учеб. для вузов / под ред. Л. И. Юзвович, С. А. Дегтярева, Е. Г. Князевой. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2016. С. 52–53.

и общества и осуществляемая в соответствии с условиями, предусмотренными ст. 24.1 данного закона;

– социальное предприятие — это субъект малого или среднего предпринимательства, осуществляющий деятельность в сфере социального предпринимательства.

Однако социальное ориентированное финансирование не тождественно социальному предпринимательству. Стоит выделить три основных принципа социально ориентированного финансирования:

– стремление к доходности при повышенном уровне риска при вложении средств;

– сознательное осуществление субъектом финансирования позитивного влияния на развитие общества и окружающей среды;

– ответственное отношение к оценке эффективности и результатам проекта — инвесторы должны отслеживать, достигает ли проект поставленных социальных или экологических целей.

Социально ориентированный инвестиционный проект — это проект, направленный на достижение общественно полезных целей, улучшение условий жизнедеятельности гражданина и (или) расширение его возможностей самостоятельно обеспечивать свои основные жизненные потребности, а также на обеспечение занятости, оказание поддержки инвалидам, гражданам пожилого возраста и лицам, находящимся в трудной жизненной ситуации[1]. Подобные проекты могут генерироваться и реализовываться в сфере культуры, дополнительного образования, детского творчества, развития городской среды, экологии, туризма, спорта и поддержки здорового образа жизни, патриотического и нравственного воспитания, детского творчества, развития женского предпринимательства, поддержки активности инвалидов и пенсионеров, а также молодежного предпринимательства.

Вектор государственной поддержки в РФ в настоящий момент направлен на развитие социально ориентированного финансирования, о чем свидетельствуют изменения, внесенные на 2021–2024 гг. в федеральный национальный проект «Малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы». Следует отметить, что социально ориентированное финансирование стимулирует в первую очередь малые формы хозяйствования или стартапы с социальной направленностью, что может быть одним из направлений финансирования для крупных успешных корпораций или групп компаний.

---

[1] *О развитии* малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации: Федер. закон от 24 июля 2007 г. № 209-ФЗ.

В настоящий момент в РФ оперативно создана действующая государственная инфраструктура в сфере поддержки социально ориентированных проектов по всей стране, которая включает в себя:

– центры инноваций социальной сферы (ЦИСС);

– ресурсные центры социально ориентированных некоммерческих организаций (НКО);

– органы исполнительной власти субъектов РФ.

Однако при созданных и функционирующих во всех субъектах РФ центрах инноваций социальной сферы, призванных производить отбор, помогать в оформлении и составлении финансового плана, а также подготавливать к внедрению и тиражированию социально ориентированные инвестиционные проекты, количество предпринимателей, желающих реализовываться в данной сфере, невелико, а также недостаточно развито их взаимодействие с представителями крупного бизнеса, которые могли бы обеспечить указанные проекты необходимыми финансовыми ресурсами.

Алгоритм финансирования и реализации социально ориентированного инвестиционного проекта и структура его финансирования представлены на рис. 9.1.

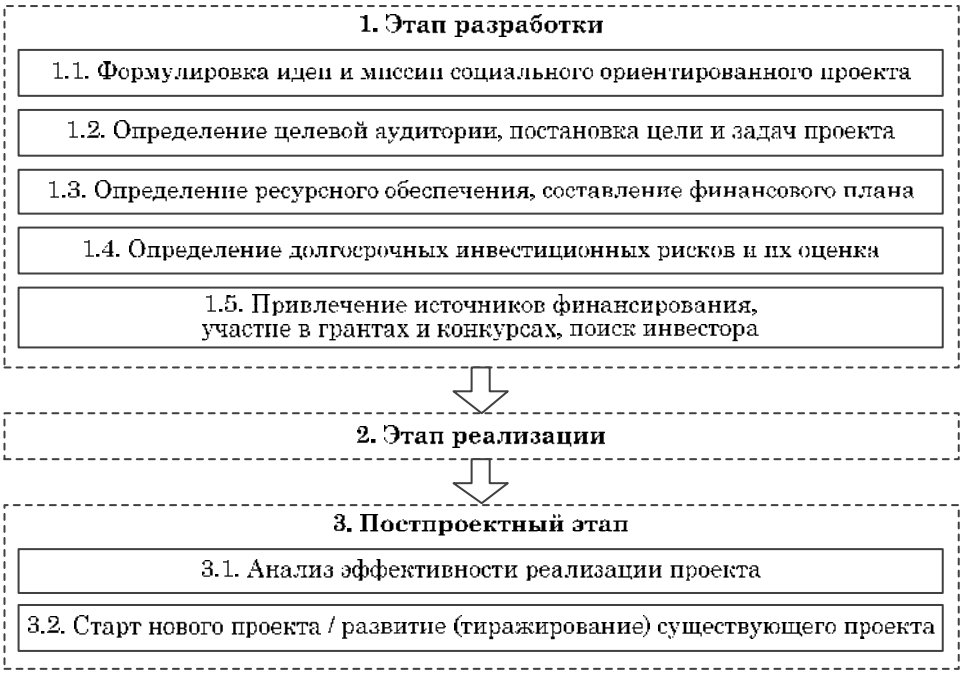

Рис. 9.1. Алгоритм финансирования и реализации социально ориентированного инвестиционного проекта

При оформлении социально ориентированных инвестиционных проектов с целью привлечения источников финансирования (так же как и традиционных инвестиционных проектов) необходимо применять принципы, методы и формы корпоративного финансового планирования[1].

Важным инструментом оперативного финансового планирования инвестиционного проекта выступает детально разработанный финансовый план.

Однако в случае с социально ориентированными инвестиционными проектами нецелесообразно рассматривать финансовые показатели эффективности проекта с точки зрения традиционного корпоративного финансового планирования, разделяя их по финансовым эффектам на два блока — стратегические и оперативные. Социально ориентированный инвестиционный проект характеризуется повышенным инвестиционным риском и большей степенью неопределенности конечного финансового результата, в связи с чем о стратегическом планировании и установлении нормативов финансовых показателей речи не идет, тогда как приобретают значение нефинансовые показатели: деловая репутация инициатора проекта (при наличии), возможность коммерциализации идеи проекта, способность проекта к тиражированию.

Учитывая вышесказанное в качестве инвесторов могут быть привлечены крупные корпорации или группы компаний, сознательно аккумулирующие свою прибыль или часть прибыли в социально ориентированных проектах.

В настоящее время развитию социально ориентированных инвестиционных проектов в РФ препятствуют:

– незначительная их доля в общей структуре инвестиционных проектов субъектов малого и среднего предпринимательства;

– затрудненный доступ социальных предприятий к финансовым ресурсам корпораций;

– невысокая доля социально ориентированных проектов малого и среднего предпринимательства в области инноваций;

– недостаточное взаимодействие корпораций и (или) групп компаний со стартапами, реализующими социально ориентированные идеи, что не позволяет полноценно развиваться социально ориенти-

---

[1] *Иваницкий В. П., Петренко Л. Д.* Развитие ответственных инвестиций в соответствии с концепцией устойчивых финансов // Journal of New Economy. 2020. Т. 21, № 4. С. 63–78. DOI: 10.29141/2658-5081-2020-21-4-4.

рованному финансированию как общей идеологии финансирования для корпораций.

Развитие социально ориентированного финансирования является перспективным направлением государственной финансовой поддержки субъектов хозяйствования в РФ. Комплексное взаимодействие малого и среднего бизнеса с крупным бизнесом, а также свободный доступ к финансовым ресурсам обеспечит инициаторам социально ориентированных проектов ускоренное внедрений инноваций в таких важных сферах жизнедеятельности общества, как экология, туризм, спорт, культурное наследие, детский досуг, что будет способствовать общему экономическому росту страны в целом.

Вопросы для самопроверки

1. В чем сущность понятия «социально ориентированное финансирование»?
2. Обоснуйте различия между понятиями «финансирование» и «инвестирование».
3. Назовите основные принципы социально ориентированного финансирования.
4. Опишите алгоритм финансирования и реализации социально ориентированного инвестиционного проекта.
5. Какова роль социально ориентированного финансирования в корпоративной финансовой политике?

9.2. Источники, методы и модели социально ориентированного финансирования

На современном этапе развития экономических систем возрастает интерес к явлению социально ориентированного финансирования со стороны государства, предпринимательского сообщества и науки. Изменяются приоритеты государственной политики, повышается значимость социальных факторов как ответ на возникающие вызовы и угрозы, обусловленные глобальной турбулентностью внешней среды.

Для формирования финансовых ресурсов с целью реализации социально ориентированных бизнес-идей или проектов необходимо определить источники социально ориентированного финансирования. На рис. 9.2 представлена их классификация.

Классификации источников важна для определения методов финансирования. К методам финансирования социально ориентированных проектов относят финансирование за счет собственных источников, за счет привлеченных источников, за счет заемных источников.

Рис. 9.2. Классификация источников социально ориентированного финансирования[1]

Собственные (внутренние) источники социально ориентированного финансирования — это средства участников процесса финансирования, принадлежащие им на праве собственности и обеспечива-

[1] Сост. по: *Шеина Е. Г.* Экономическая сущность оборотного капитала и классификация источников его финансирования на предприятии // Российское предпринимательство. 2017. Т. 18, № 6. С. 1000.

ющие текущую (операционную), финансовую и инвестиционную деятельность.

Собственные источники предусматривают следующие методы финансирования:

– уставный капитал, который представляет собой сумму средств, вложенных собственниками для обеспечения уставной деятельности субъекта хозяйствования. Это основной источник финансирования деятельности, формируется при первоначальном инвестировании средств. Уставный капитал в корпорациях формируется посредством эмиссии акций. Выпуск акций как механизм привлечения финансовых средств обычно используется для финансирования масштабных проектов. Преимуществом эмиссии акций является то, что данный метод финансирования не имеет ограничения как в отношении сроков, так и в отношении объемов привлечения, а привлеченные ресурсы не подлежат возврату инвесторам. Недостатками данного метода является более высокая стоимость по сравнению с банковским кредитом, обусловленная высокими затратами на выпуск (вознаграждение андеррайтеру, государственная пошлина, оплата услуг финансовых консультантов, инвестиционных и PR-агентств), а впоследствии на поддержание капитализации и формирование положительного имиджа корпорации;

– добавочный капитал, который отражает прирост стоимости внеоборотных активов в результате переоценки основных фондов и других материальных ценностей со сроком полезного использования свыше 12 мес.;

– резервный капитал, формирование которого осуществляется путем обязательных ежегодных отчислений от прибыли до достижения им установленного размера;

– нераспределенная прибыль, которая является итоговым финансовым результатом деятельности корпорации за отчетный год. Однако в большинстве случаев часть прибыли распределяется в виде дивидендов между акционерами, тогда как оставшаяся доля теоретически может являться источником финансирования социально ориентированных проектов;

– амортизационные отчисления, которые представляют собой денежное выражение стоимости износа основных производственных фондов и нематериальных активов, становясь внутренним источником формирования фондов накопления. Амортизационные отчисления являются одним из самых незначительных источников финансирования, кроме того, их размер в большой степени зависит от наличия

у субъекта хозяйствования действующих внеоборотных активов и их балансовой стоимости[1];

– фонды специального назначения и целевого финансирования, к которым относятся невозвратные государственные ассигнования на финансирование непроизводственной деятельности, связанной с содержанием объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения;

– трансфертное ценообразование, которое также может являться одним из внутренних мобилизованных источников финансирования. Механизм трансфертного ценообразования построен на установлении стоимости на основании внутрифирменных цен, которые могут отличаться от рыночных. Главное преимущество данного источника финансирования — максимальное уменьшение налогов и трансфер общей прибыли в пользу отдельных компаний внутри группы компаний или корпорации. Применение трансфертных цен позволяет полностью покрыть себестоимость производимой продукции и получить максимальный маржинальный доход.

В качестве уникальных методов финансирования авторы включают трансфертное ценообразование в группу собственных источников финансирования и микрокредитование — в группу заемных источников.

На практике указанные методы финансирования широко употребляются в финансово-хозяйственной деятельности корпораций (трансфертное ценообразование) и их связанных компаний, однако в теоретических разработках не рассматриваются, что приводит к разрыву теории и практики.

К преимуществам социально ориентированного финансирования за счет собственных (внутренних) источников следует отнести отсутствие дополнительных расходов, связанных с привлечением капитала, и сохранение финансового контроля над результатами деятельности со стороны собственника.

Привлеченные источники финансирования — это средства, которые привлекаются с финансового рынка в виде благотворительных взносов, безвозмездных вложений инвесторов, грантов и субсидий, а также иных средств, выделяемых бюджетами различного уровня. Государство как инвестор через средства бюджетов всех уровней, как в РФ, так и в зарубежных странах, стимулирует развитие инвестици-

---

[1] Здесь и далее: *Шеина Е. Г., Астанакулов О. Т.* К вопросу о повышении эффективности финансирования субъектов хозяйствования и трансфертном ценообразовании // Финансы и кредит. 2019. Т. 25. № 10 (790). С. 2285.

онной деятельности, поддерживая имеющие стратегическое значение для экономики страны отрасли через реализацию на всех уровнях различных национальных проектов.

Получателями бюджетных средств могут выступать предприятия всех форм собственности, при этом преимущественное право на получение государственной поддержки имеют высокоэффективные проекты, связанные с развитием приоритетных отраслей национальной экономики. Указанные средства могут использоваться только по целевому назначению. В рамках данной группы источников необходимо выделить следующие методы финансирования:

– гранты для стартапов (предпринимателей, начинающих бизнес);

– гранты предпринимателям, реализующим социально ориентированные инвестиционные проекты;

– гранты на содействие развитию инновационных технологий.

Использование *заемных источников* сопряжено с формированием публичной кредитной истории, что создает предпосылки для будущего размещения иных ценных бумаг и является важным элементом с точки зрения укрепления репутации корпоративных структур. В рамках заемных источников необходимо выделить следующие методы финансирования:

– проектное целевое финансирование. Средства поступают от других юридических/физических лиц или в виде государственной поддержки для осуществления инвестиционной деятельности. К недостаткам метода стоит отнести необходимость использования средств строго на указанные цели, а также возможность установления ограничений на использование денежных средств, контроль над целевым использованием средств со стороны инвестора;

– банковский кредит. Преимуществом метода является высокий объем привлечения, однако банк может потребовать обеспечение кредита, чтобы застраховать себя от возможного невозврата. Обеспечение может быть в виде залога имущества или гарантии (поручительства) третьих лиц. Стоит отметить, что банки применяют консервативную политику в части отбора своих заемщиков и неохотно кредитуют социально ориентированные проекты по причине повышенных рисков их реализации. К недостаткам данного метода можно отнести сложность привлечения средств и оформления документации, а также согласование условий сделки, необходимость выплачивать проценты в соответствии с условиями договора в отличие от выплаты дивидендов при эмиссии акций;

– финансовая аренда или лизинг. Является распространенным методом долгосрочного и среднесрочного финансирования во многих странах. Уместно отметить, что механизм лизинга позволяет обеспечить дополнительный приток финансирования в производственный сектор, тем самым способствуя увеличению внутреннего производства, росту продаж основных активов и развитию финансовых механизмов доступных предприятиям;

– облигационный заем в виде внешнего финансирования на основе выпуска облигаций. Это очень важный способ социально ориентированного финансирования в условиях инновационной экономики, так как в случае массового выпуска корпоративных ценных бумаг осуществляется привлечение денежных средств населения в реальный сектор экономики, т. е. происходит трансформация накоплений населения в инвестиционные ресурсы.

Данный метод имеет как свои преимущества, так и недостатки (рис. 9.3).

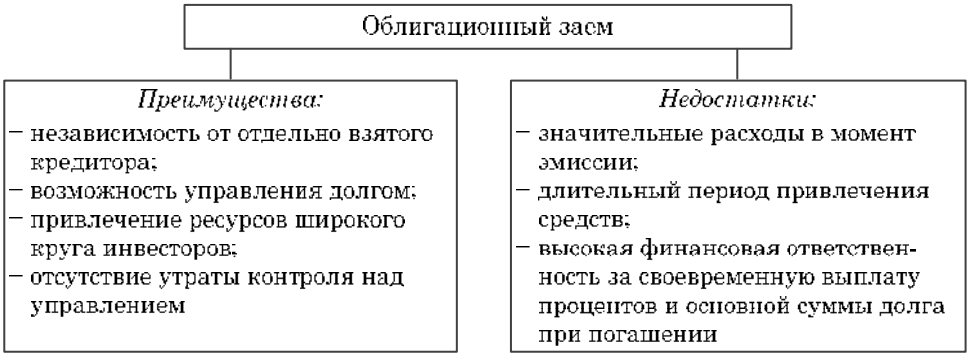

Рис. 9.3. Облигационный заем как метод социально ориентированного финансирования[1]

Среди преимуществ облигационных займов можно также выделить привлечение ресурсов на более длительный срок;

– поручительства региональных гарантийных организаций с участием государства по банковским кредитам или гарантиям малых и средних предприятий. Данный метод финансовой поддержки уместно рассматривать в общей канве исследования источников социально ориентированного финансирования как позволяющий привлечь заемные ресурсы при недостаточности залогового обеспечения;

[1] *Горбунова И. И.* Проблемы формирования финансовых ресурсов малых предприятий // Управление экономическими системами. 2011. № 31. С. 8.

– микрофинансирование. Метод направлен на предоставление микрозаймов и займов участникам процесса финансирования, не имеющим возможности по ряду причин воспользоваться банковскими кредитами. Ориентирован прежде всего на микро- и малый бизнес и в настоящий момент не вовлекает корпорации;

– венчурное финансирование. Предоставляется через фонды прямых инвестиций, венчурные фонды, бизнес-ангелов и позволяет активизировать финансирование с целью формирования синергетического эффекта в стимулировании инновационной деятельности отдельных участников социально ориентированного инвестирования и экономики в целом. Стоит отметить, что объемы венчурных инвестиций в инвестиционный проект обычно значительные, и не каждый проект по своей сфере деятельности будет соответствовать программам венчурных фондов.

В последнее десятилетие активно формируются новые способы аккумуляции денежных средств для финансирования социально ориентированных проектов при помощи крауд-платформ.

Немаловажным фактором при использовании таких методов, как краудинвестинг или краудфандинг, является то, что финансирование может выражаться в форме предзаказа на планируемую к выпуску продукцию, что позволяет сформировать спрос и определить его текущий уровень. Дополнительным преимуществом является самореклама проекта, что позволяет существенно не увеличивать расходы на это направление.

Социально ориентированные проекты, нуждающиеся в финансировании, чаще всего рассматривают через призму отдельных моделей социального предпринимательства. Однако любая модель предполагает некую статичность и неизменность, тогда как создание социальной ценности и ее монетизация — это живой, изменяющийся процесс.

Таким образом, для активизации развития социально ориентированного финансирования посредством расширенного вовлечения различных категорий участников необходимо структурировать бизнес-модели в логическом сочетании с этапами социально ориентированного финансирования.

Теоретическим фундаментом послужили пять бизнес-моделей социального предпринимательства:

– платформа;

– доступ к рынку;

– занятость;

– доступ к товару/услуге;

– благотворительность[1].

Однако все указанные модели учитывают лишь субъектов социального предпринимательства: благополучателя и третью сторону. В представленных моделях из-за их статичности не рассматривается динамичная последовательность привлечения финансовых ресурсов и поиска инвесторов, таким образом, социально ориентированное финансирование как целенаправленно осуществляемая, имеющая специфический жизненный цикл деятельность по вложению свободных финансовых ресурсов в создание социальных ценностей остается неосвещенным.

Исходя из того, что ядром социально ориентированного инвестиционного проекта является новая социальная идея, несущая социальные блага в массы и удовлетворяющая новые общественные потребности с получением принципиально нового уровня социально-экономического эффекта, можно считать любой социально ориентированный проект уникальным в своем роде, неповторимым, инновационным. Поэтому традиционные принципы финансового планирования с разделением ожидаемых финансовых эффектов на стратегические и оперативные в данном случае не подходят. Уместно применять особые принципы оценки эффективности социально ориентированных инвестиционных проектов, где система показателей будет учитывать нефинансовые показатели[2] и повышенные риски указанных проектов.

Например,

$$\text{Социальная прибыль} = \\ = \text{Социальный эффект} - \text{Сумма социальных инвестиций}. \quad (9.1)$$

Социальный эффект может быть измерен через показатели уровня экологичности и развития заповедных природных зон, если социально ориентированные инвестиционные проекты реализуются в сфере экологии; через повышение уровня образования и вовлеченности в культурное наследие — если речь идет о проектах в сфере образования и культуры; через показатели удовлетворенности медицинскими услугами для проектов в сфере медицины, а также через иные показатели, улучшающие социальные блага общества с привлечением государственного и частного инвестирования.

---

[1] *Арай Ю. Н.* Бизнес-модели в социальном предпринимательстве: подход к построению типологии // Российский журнал менеджмента. 2018. № 16 (2). С. 263.

[2] *Коняев А. А.* Анализ социально-экономических показателей России в условиях неэффективного управления финансовыми потоками банковского сектора // Банковское дело. 2020. № 11. С. 48.

Мы трансформируем бизнес-модели социального предпринимательства и адаптируем их к методам социально ориентированного финансирования. Адаптированные модели выглядят следующим образом:

1) модель «Внедрение социальных инноваций»;

2) модель «Коммерциализация социально ориентированной идеи»;

3) модель «Социальное развитие человеческого капитала»;

4) модель «Общественная ценность»;

5) модель «Социальная благотворительность»[1].

В представленных бизнес-моделях в качестве социального инвестора могут выступать корпорации, реализуя таким образом свои социальные функции через деятельность, ориентированную на создание социальных ценностей. Рассмотрим данные модели социально ориентированного финансирования более подробно.

В модели «Внедрение социальных инноваций» (рис. 9.4) стартап выполняет функцию посредника между социальным инвестором, которым может выступать корпорация или отдельная компания, и приобретателем блага через создание площадок (торговые площадки, выставки, информационные интернет-порталы). Данная модель не распространена, поскольку достаточно сложно обеспечить финансовую устойчивость за счет небольших взносов приобретателей блага. Примером модели может быть известный интернет-ресурс «Страна Вага» (пропаганда истории, культуры), реализуемый через зонтичный бренд территории и направленный на улучшение экономической и социальной ситуации в Архангельской и Вологодской областях РФ.

В модели «Коммерциализация социально ориентированной идеи» (рис. 9.5) деятельность стартапа связана с посредничеством для обеспечения доступа социального инвестора (корпорации) к рынку.

В том случае, если деятельность стартапа связана с торговлей, получаемый им доход будет исчисляться в виде процентов от стоимости товара/услуги. Модель представляет собой лифт для выхода на рынок определенных групп производителей начинающего малого бизнеса. Например, в РФ по принципу рассматриваемой модели реализовался социально ориентированный инвестиционный проект «Coccо Bello» в сфере производства взбитого меда с сушеными ягодами на собственной пасеке в Свердловской области.

---

[1] *Шеина Е. Г.* Социально ориентированное инвестирование как результат эволюции финансово-инвестиционного механизма субъектов хозяйствования // Банковское дело. 2021. № 4. С. 50–51.

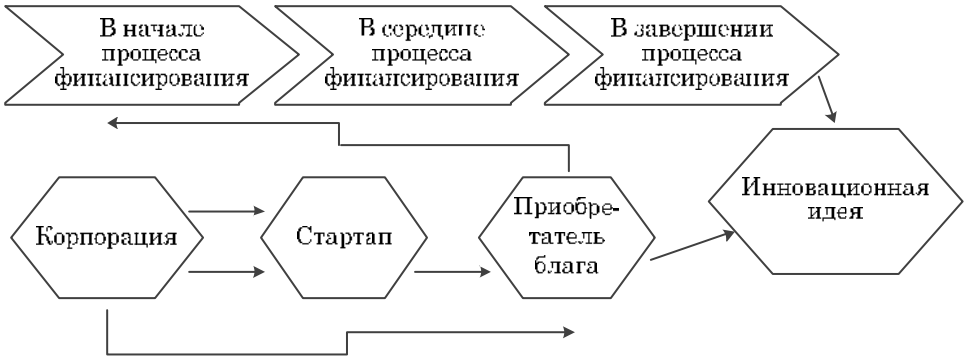

Рис. 9.4. Модель «Внедрение социальных инноваций»

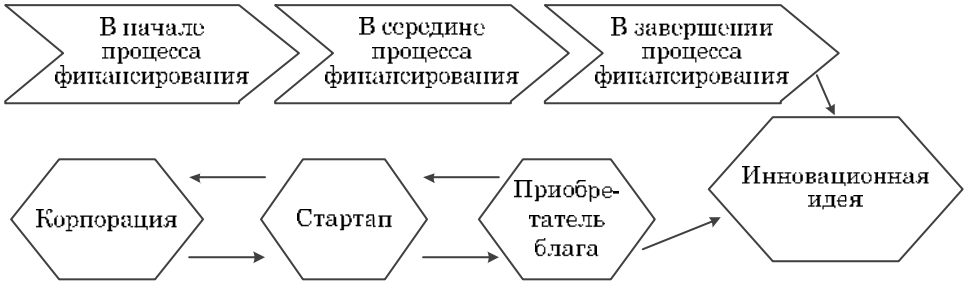

Рис. 9.5. Модель «Коммерциализация социально ориентированной идеи»

Модель «Социальное развитие человеческого капитала» (рис. 9.6) может быть одной из самых распространенных моделей социально ориентированного инвестирования, в которой корпорация, осуществляющая финансирование, находится в цепочке создания.

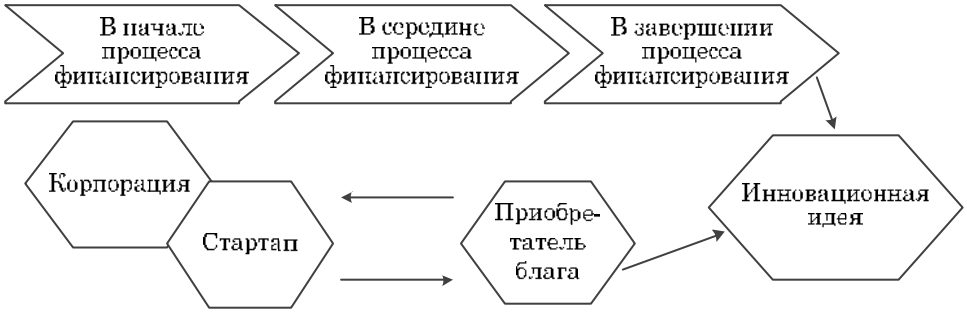

Рис. 9.6. Модель «Социальное развитие человеческого капитала»

Примером использования данной модели выступает создание в конце XX в. предприятия «Инициатива в сфере аутизма» в Вели-

кобритании, которое поддерживает на принципах благотворительности социально ориентированные инвестиционные проекты, связанные с трудоустройством людей с ограниченными возможностями (аутистов).

Модель «Общественная ценность» (рис. 9.7) может применяться в тех случаях, когда потребность в финансировании удовлетворяется в географически отдаленных районах, в связи с отсутствием доступа к товару или услуге определенной группы субъектов. Таким образом, корпорация, осуществляющая финансирование, совмещает в данной модели роль потребителя блага.

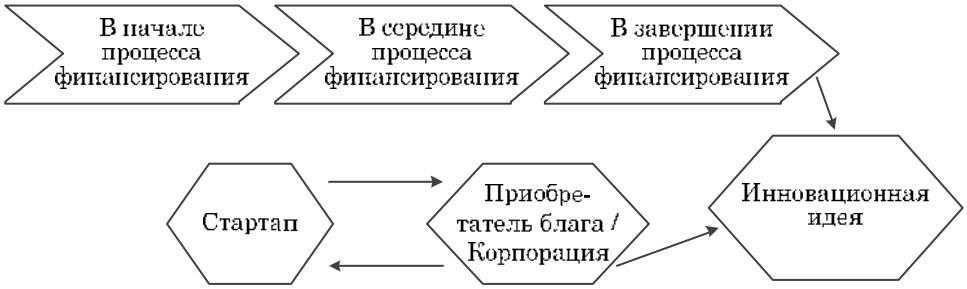

Рис. 9.7. Модель «Общественная ценность»

Например, в РФ реализован проект «Детский книжный автобус», направленный на активное продвижение литературы. Автобус ездит по далеким деревням и селам, где на безвозмездной основе проводятся литературные встречи, тренинги. В данном случае, например, через крауд-платформу возможно привлечь финансирование, позволяющее оплатить товар в обмен на получаемую ценность.

При использовании модели «Социальная благотворительность» (рис. 9.8) корпорация, осуществляющая социально ориентированное финансирование, получает товар/услугу бесплатно и может в дальнейшем реализовать их с целью получения прибыли. Примером данной модели является некоммерческая организация «Партнеры по радости», которая бесплатно предоставляет клоуно-терапевтические услуги детям, находящимся на длительном лечении в больнице. При осуществлении взаимодействия подобных некоммерческих организаций с представителями корпоративного бизнеса может быть образован эффективный тандем, продвигающий в обществе социально значимые товары/услуги.

Модифицированные модели социально ориентированного финансирования, направленные на активное взаимодействие корпора-

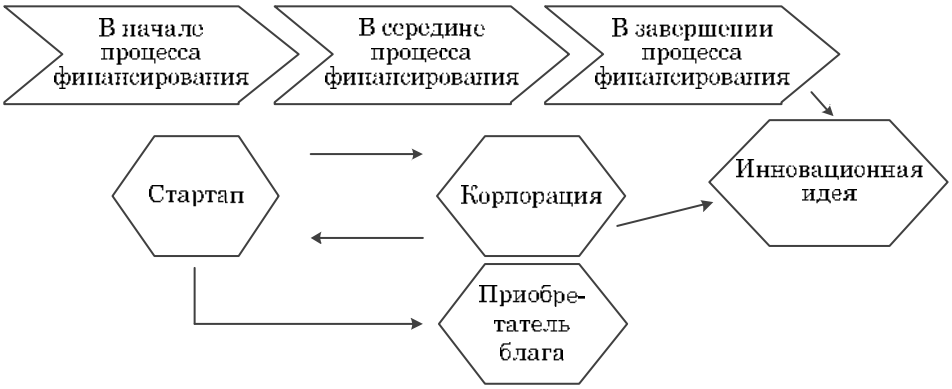

Рис. 9.8. Модель «Социальная благотворительность»

ций / групп компаний и инициаторов социальных проектов требуют диверсифицированных подходов к привлечению финансовых ресурсов, развития консультационной и инфраструктурной поддержки, а также активного взаимодействия участников процесса социально ориентированного финансирования, что невозможно без активного участия государства.

Вопросы для самопроверки

1. Перечислите критерии классификации источников социально ориентированного финансирования.
2. Какие методы социально ориентированного финансирования вы знаете? Назовите их преимущества и недостатки.
3. Какие модели социально ориентированного финансирования могут быть применены на практике?
4. В чем особенности модели социально ориентированного финансирования «Коммерциализация социально ориентированной идеи»?
5. Какие характерные черты присущи модели социально ориентированного финансирования «Общественная ценность»?

9.3. Приоритетные направления развития социально ориентированного финансирования

В условиях глобальных вызовов и изменения приоритетов национальных политик различных стран в направлении социально значимых ориентиров возрастает потребность в повышении концентрации инновационно-технологических разработок для вывода экономики РФ в мировые лидеры с целью роста социально-экономических пока-

зателей. Это предопределяет усиление значимости деятельности стартапов как субъектов хозяйствования, генерирующих инновационные и социально ориентированные идеи, и стимулирование их инвестиционного процесса посредством социально ориентированных методов финансирования, что повышает значимость эффективного взаимодействия стартапов с крупным бизнесом — компаниями и корпорациями. Возникает необходимость более высокого уровня их поддержки со стороны государства, а также разработки особых моделей взаимодействия, концептуальных решений и подходов, позволяющих более эффективно организовать такое взаимодействие.

Задачи национальной политики в сфере поддержки и развития субъектов хозяйствования, субъектов малого и среднего предпринимательства, к группе которых принадлежат стартапы (начинающие малые предприятия, способные генерировать социально ориентированные идеи), а также вовлечения в предпринимательскую деятельность в общем и в социальное предпринимательство в частности отражены в Национальном проекте «Малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы»[1]. Проект реализуется до 2024 г. включительно и формулирует стратегические приоритеты, реализуемые посредством достижения ряда показателей, среди которых в рамках социально ориентированного финансирования уместно выделить следующие:

– количество начинающих предпринимателей, получивших финансовую поддержку — увеличение до 32,8 тыс. ед. до 2024 г.;

– количество вновь созданных субъектов малого и среднего предпринимательства (стартапов) — увеличение до 1 067,5 тыс. ед. к 2024 г.[2];

– объем консолидированной финансовой поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства — увеличение до 920,9 млрд р. к 2024 г.[3]

---

[1] *Национальный* проект «Малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы». URL: https://www.economy.gov.ru/material/directions/nacionalnyy_proekt_maloe_i_srednee_predprinimatelstvo_i_podderzhka_individualnoy_predprinimatelskoy_iniciativy/.

[2] *Федеральный* проект «Создание условий для легкого старта и комфортного ведения бизнеса» (Предакселерация). URL: https://www.economy.gov.ru/material/directions/nacionalnyy_proekt_maloe_i_srednee_predprinimatelstvo_i_podderzhka_individualnoy_predprinimatelskoy_iniciativy/predakseleraciya/.

[3] *Федеральный* проект «Акселерация субъектов малого и среднего предпринимательства». URL: https://www.economy.gov.ru/material/directions/nacionalnyy_proekt_maloe_i_srednee_predprinimatelstvo_i_podderzhka_individualnoy_predprinimatelskoy_iniciativy/akseleraciya_subektov_msp/.

Национальный проект разделен на несколько федеральных проектов, среди которых необходимо упомянуть два, предусматривающих меры государственной поддержки для начинающих предприятий или стартапов — «Предакселерация» и для действующих предприятий — «Акселерация».

В рассматриваемых федеральных проектах предусмотрены следующие меры финансовой поддержки, отражающие стимулирование социально ориентированного финансирования:

1) предоставление грантов начинающим социальным предпринимателям (стартапам);

2) предоставление комплексной финансовой поддержки (в том числе через сеть микрофинансовых организаций с бюджетным участием) (гос. МФО) как для стартапов (начинающих предприятий, осуществляющих деятельность менее одного года), так и для действующих предприятий, осуществляющих деятельность более одного года;

3) расширение доступа к финансированию, в том числе на базе крауд-платформ.

Усиление интереса со стороны государства к развитию социально ориентированного финансирования позволит повысить конкурентоспособность страны, сохранить занятость и создать новые рабочие места, а также увеличить налоговые поступления в бюджеты всех уровней.

В табл. 9.1 представлены реализуемые в настоящий момент и планируемые к реализации до 2024 г. в рамках национального проекта «Малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы» меры государственной финансовой поддержки для начинающих предпринимателей (стартапов) и действующих предприятий, в том числе реализующих социально ориентированные проекты, посредством расширения доступа к социально ориентированному (льготному) финансированию при помощи государственных микрофинансовых организаций и крауд-платформ. Данные меры поддержки будут способствовать усилению взаимодействия между указанными субъектами и развитию социальной ответственности бизнеса и финансовых институтов.

Однако стоит отметить, что привлечение социально ориентированного (льготного) финансирования для стартапов посредством крауд-платформ не предлагается, данный вид финансирования в рамках реализуемой государственной поддержки возможен лишь для действующих предприятий, осуществляющих деятельность более одного года. Предоставление микрозаймов для стартапов прописано в рам-

ках указанного национального проекта достаточно широко, не конкретизировано, тогда как было бы уместно предусмотреть комплексное сочетание грантовой поддержки и предоставления льготных заемных ресурсов в виде микрозаймов для начинающих предприятий.

Таблица 9.1

Меры государственной финансовой поддержки участников социально ориентированного финансирования

Результат	2021	2022	2023	2024	Характеристика
Для стартапов (начинающих предприятий, осуществляющих деятельность менее одного года)					
Предоставление начинающим предпринимателям (стартапам) льготных финансовых ресурсов в виде микрозаймов гос. МФО, ед.	3 924	4 203	4 431	4 731	Гос. МФО обеспечено предоставление льготных финансовых ресурсов для начинающих предприятий (стартапов), осуществляющих деятельность менее одного года, не менее 10 % в структуре общего действующего портфеля микрозаймов МФО на отчетную дату
Начинающим субъектам малого и среднего предпринимательства, включенным в реестр социальных предпринимателей (социально ориентированным стартапам) оказаны комплексные услуги или предоставлена финансовая поддержка в виде грантов, ед.	3 450	4 500	5 400	6 240	К 2024 г. количество уникальных социальных предприятий, включенных в реестр и получивших комплексные услуги или финансовую поддержку в виде грантов, составит не менее чем 6,24 тыс. субъектов социального предпринимательства
Для действующих предприятий, осуществляющих деятельность более одного года					
Субъектам малого и среднего предпринимательства обеспечен льготный доступ к заемным средствам (микрозаймам) гос. МФО — количество действующих микрозаймов, выданных МФО, тыс. ед.	38,9	41,6	43,9	46,8	Гос. МФО обеспечено предоставление льготных финансовых ресурсов (до 5 млн р. на срок до 3 лет по льготной ставке от 0,1 % до 10,6 %, в зависимости от отрасли и направленности проекта). К 2024 г. количество действующих микрозаймов гос. МФО составит не менее 46,0 тыс. ед.

Окончание табл. 9.1

Результат	2021	2022	2023	2024	Характеристика
Субъектам малого и среднего предпринимательства обеспечен доступ к льготному финансированию с помощью краудплатформ, в том числе с использованием мер поддержки (объем привлеченного финансирования), млрд р.	0,5	0,9	1,4	1,9	Расширено использование механизмов доступа к краудплатформам, в том числе обеспечено субсидирование платы за оказание услуг оператора инвестиционной платформы по привлечению инвестиций или субсидирование части стоимости привлечения

Примечание. Сост. по: *Федеральный* проект «Создание условий для легкого старта и комфортного ведения бизнеса» (Предакселерация); *Федеральный* проект «Акселерация субъектов малого и среднего предпринимательства».

Развитие крауд-платформ с бюджетным участием пока также затруднено, так как выделение средств из бюджета на данное направление государственной поддержки в Национальном проекте не предусмотрено. Это предполагает самостоятельную организацию краудплатформ в регионах при наличии свободных региональных средств или иных источников финансирования, что, безусловно, затруднит развитие краудфандинга как универсального и доступного метода финансирования стартапов, в том числе социально ориентированных.

Таким образом, на уровне национальных целей развития РФ декларируется необходимость развития социально ориентированного финансирования, выраженного в усилении доступа к льготным заемным ресурсам для инициаторов социально ориентированных проектов — стартапов.

Именно через стартапы происходит коммерциализация идей, несущих новые социальные блага обществу, и их дальнейшее тиражирование в виде социально ориентированных проектов, поэтому увеличение доступности и расширение источников социально ориентированного финансирования для указанных участников крайне значимы.

Государство делает определенные шаги в направлении организации взаимодействия государственных микрофинансовых организаций и стартапов, имеющих социально ориентированную направленность деятельности, а также вовлечения в процесс финансирования крауд-платформ, что обусловливает неизбежность усиления контроля

над управлением финансовыми рисками, возникающими в контексте указанного взаимодействия.

Однако корпоративный бизнес недостаточно вовлечен в процесс социально ориентированного финансирования стартапов, также отсутствует мотивация к взаимодействию корпоративных структур с государственными микрофинансовыми организациями и крауд-платформами с государственным участием, что, несомненно, замедляет процесс внедрения и тиражирования социально ориентированных инвестиционных проектов.

Вопросы для самопроверки

1. Перечислите приоритетные направления развития социально ориентированного финансирования в Российской Федерации.
2. Какой национальный проект предусматривает финансовую поддержку социальным предприятиям?
3. Эффективна ли грантовая поддержка для социально ориентированных предприятий?
4. Какие методы социально ориентированного финансирования выделяются государством как приоритетные?
5. Каким образом возможно вовлечение корпораций в систему инфраструктуры государственных микрофинансовых организаций и крауд-платформ в части осуществления социально ориентированного финансирования? Обоснуйте свой ответ.

Литература по теме

Иваницкий В. П., Петренко Л. Д. Развитие ответственных инвестиций в соответствии с концепцией устойчивых финансов // Journal of New Economy. 2020. Т. 21, № 4. С. 63–78. DOI: 10.29141/2658-5081-2020-21-4-4.

Инвестиции: учеб. для вузов / под ред. Л. И. Юзвович, С. А. Дегтярева, Е. Г. Князевой. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2016. 690 с.

Шеина Е. Г. Социально ориентированное инвестирование как новая бизнес-модель финансирования субъектов хозяйствования // Банковское дело. 2021. № 4. С. 44–52.

Chand Vijaya Sherry. A Research Agenda for Social Entrepreneurship // Journal of entrepreneurship. 2020. Vol. 29, issue 1. P. 206–211.

De la Hoz-Rosales B., Camacho J., Tamayo I. Effects of innovative entrepreneurship and the information society on social progress: an international analysis // Entrepreneurship and sustainability issues. 2019. Vol. 7, issue 2. P. 782–813.

Основные термины

Социально ориентированное финансирование — планомерный процесс привлечения денежных средств, обеспечение необходимыми финансовыми ресурсами различных проектов социальной направленности.

Социальное предпринимательство — предпринимательская деятельность, направленная на достижение общественно полезных целей, способствующая решению социальных проблем граждан и общества и осуществляемая в соответствии с российским законодательством.

Социальное предприятие — субъект малого или среднего предпринимательства, осуществляющий деятельность в сфере социального предпринимательства.

Социально ориентированный инвестиционный проект — проект, направленный на достижение общественно полезных целей, улучшение условий жизнедеятельности гражданина и (или) расширение его возможностей самостоятельно обеспечивать свои основные жизненные потребности, а также на обеспечение занятости, оказание поддержки инвалидам, гражданам пожилого возраста и лицам, находящимся в трудной жизненной ситуации.

Собственные источники социально ориентированного финансирования — средства участников процесса финансирования, принадлежащие им на праве собственности и обеспечивающие текущую (операционную), финансовую и инвестиционную деятельность.

Привлеченные источники социально ориентированного финансирования — средства, которые привлекаются с финансового рынка в виде благотворительных взносов, безвозмездных вложений инвесторов, грантов и субсидий, а также иные средства, выделяемые бюджетами различного уровня, не подлежащие возврату.

Заемные источники социально ориентированного финансирования — средства, которые привлекаются от физических и юридических лиц, а также с финансового рынка на условиях срочности, платности, возвратности и целевого использования.

10 Корпоративное управление и корпоративные финансы

10.1. Понятие, сущность и цели корпоративного управления

Формирование и развитие рыночных механизмов управления экономикой обусловливает появление, внедрение и развитие адекватных им способов и методов управления многосубъектными экономическими отношениями. Создана и реально функционирует система корпоративных отношений, которая охватывает права и интересы участников предпринимательской деятельности. Для ведения совместного бизнеса участники объединяются, в результате объединения возникают взаимосвязи и взаимоотношения, которые складываются в определенную систему, обладающую внутренними свойствами и одновременно устойчивостью и эффективностью во внешней среде. Успешность объединения зависит от многих факторов. Важнейшим их них можно считать эффективность управления бизнесом.

Мы подошли к предмету нашего исследования в данной главе. Сразу отметим, что в экономической литературе не сложилось единого подхода к сущности данного понятия. Даже определения корпоративного управления (corporate govermance) существенно различаются между собой.

Так, И. Н. Ткаченко считает, что осознание необходимости разделения функции владения (собственности) и управления и есть корпоративное управление[1]. Автор полагает, что корпоративное управление начинается тогда, когда собственник (совладелец) бизнеса осознает необходимость отделить собственность от управления, делеги-

[1] *Ткаченко И. Н.* Корпоративное управление: учеб. пособие. Екатеринбург: УрГЭУ, 2018. С. 6.

ровать полномочия по управлению собственностью наемным менеджерам. И далее подчеркивает, что корпоративное управление касается не только корпоративного субсектора экономики, компаний крупного бизнеса, но и компаний среднего, малого, семейного бизнеса.

А. А. Мецгер, А. В. Первушина определяют корпоративное управление как систему механизмов управления и контроля, принятия управленческих решений, которые позволяют преодолеть проблемы объединения участников предпринимательской деятельности и их взаимоотношений с внешней средой с целью максимизации положительных эффектов данного объединения[1]. Авторы считают, что любому объединению присущи как выгоды, так и непременные проблемы, обусловленные различием экономических интересов. Различия интересов могут быть и среди внутрифирменных участников, и среди внефирменных участников, т. е. с внешней для бизнеса средой.

Различия интересов внутрифирменных участников могут быть связаны с коммерческой составляющей бизнеса, различным отношением к стратегии развития компании, к реализации инвестиционных проектов, маркетинговой политике, порядку распределения прибыли.

Различие интересов корпорации с внефирменными участниками обусловлено разными подходами к организации производственного процесса, связанными с ним экологическими рисками, необходимостью обеспечивать занятость местного населения, формировать и укреплять доходную часть бюджета, выполняя функции налогоплательщика.

Отметим, что участники бизнес-процессов, объединяясь, теряют определенную часть своих имущественных и неимущественных прав. Понимая и соглашаясь на эту потерю, они рассчитывают на некоторую компенсацию, например, получение выгоды от владения собственностью, в частности, за счет получения регулярного дохода в виде дивидендов или прироста стоимости компании.

А. В. Черезов, Т. Б. Рубинштейн говорят о том, что понятия «корпорация» и «корпоративное управление» взаимосвязаны. Управление корпорациями — это процесс, связанный со сложными системами, в которых преобладают отношения зависимости звеньев системы, в основном в форме управляющих (материнских) и дочерних зависимых (соподчиненных)[2]. Оно включает выбор типов корпораций, схем управ-

---

[1] *Мецгер А. А., Первушина А. В.* Корпоративное управление: учеб. пособие для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. Екатеринбург: Гуманитарный ун-т, 2011. С. 19.

[2] *Черезов А. В., Рубинштейн Т. Б.* Корпорации. Корпоративное управление. М.: Экономика, 2006. С. 7.

ления, экономической политики корпорации, методов слияний и поглощений, способов их оплаты. Обобщая данный подход, авторы предлагают следующую трактовку корпоративного управления: это система механизмов, используемых для поддержания равновесия интересов акционеров и менеджмента и обеспечивающих эффективное управление корпорацией в целом и повышение ее акционерной стоимости.

Позиция В. Г. Антонова, В. В. Крылова, А. Ю. Кузьмичева отличается от охарактеризованных выше подходов. С точки зрения этих авторов, корпоративное управление представляет собой совокупность организационных и методических решений, обеспечивающих управление организациями, отвечающих требованиям корпоративной идентичности и способствующих достижению двух поставленных целей:

– увеличение капитализации организации (стоимости бизнеса за счет увеличения котировки акций и (или) дополнительной эмиссии), в том числе при поглощении или присоединении;

– обеспечение баланса интересов собственников организации, ее менеджмента, акционеров (миноритарных, мажоритарных), стратегических инвесторов и других финансово заинтересованных сторон (аффилированных лиц, государства и пр.)[1].

С нашей точки зрения, корпоративное управление — это взаимодействие множества лиц и организаций, имеющих отношение к различным аспектам функционирования корпорации, являющееся одновременно:

1) внутренним средством обеспечения деятельности компании;

2) комплексом отношений между акционерами, менеджерами и другими заинтересованными лицами (стейкхолдерами);

3) механизмом, при помощи которого формируются миссия и цели функционирования корпорации, определяются средства их достижения и обеспечивается контроль над деятельностью топ-менеджмента компании[2].

Таким образом, в экономической теории и практике, как уже было отмечено, не существует единого подхода к понятию корпоративного управления. Оно рассматривается как:

– *система управления корпорацией;*

---

[1] *Антонов В. Г., Крылов В. В., Кузьмечев А. Ю.* Корпоративное управление: учеб. пособие / под ред. В. Г. Антонова. М.: Форум: ИНФРА-М, 2006. С. 11.

[2] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: УрГЭУ, 2017. С. 21.

– комплекс отношений между собственниками организации и заинтересованными лицами;

– совокупность решений относительно совместного бизнеса;

– организационная модель по защите интересов собственников;

– средство обеспечения контроля над деятельностью наемных менеджеров;

– средство обеспечения баланса интересов стейкхолдеров.

Каждый подход к трактовке корпоративного управления является обобщением теоретического и практического опыта корпоративного бизнеса с учетом исторических, национальных, правовых, организационных условий и моделей ведения предпринимательской деятельности. Эти конкретные условия должны учитываться компаниями при построении модели корпоративного управления.

Известны следующие базовые концепции в области корпоративного управления:

– узкая трактовка;

– широкая трактовка;

– интеграционная трактовка.

Рассмотрим каждую более подробно.

Узкая трактовка концепции корпоративного управления предполагает, что основными участниками объединения являются собственники, инвесторы, акционеры, т. е. физические и юридические лица, которые объединили принадлежащие им финансовые капиталы, сформировали уставный капитал компании и тем самым позволили ей существовать как независимому хозяйствующему субъекту. В таком случае корпоративное управление должно обслуживать интересы собственников, которые первичны. Интересы всех других участников корпоративных отношений — стейкхолдеров (трудового коллектива, топ-менеджеров, кредиторов, поставщиков и покупателей, государства, финансовых институтов, дочерних и зависимых обществ) *будут учитываться* при принятии решений относительно деятельности компаний. Баланс их интересов, которые вторичны по отношению к корпорации, будет достигнут, если будут удовлетворены интересы собственников.

Именно здесь и возникает дилемма, которая состоит в следующем. У владельцев капитала общая цель — повышение капитализации (стоимости) компании и, как следствие, рост благосостояния собственников. Предполагается, что добиться этого можно традиционными методами управления бизнесом, реализуя функции финансо-

вого и стратегического менеджмента. Но не во всех случаях и не все акционеры, владельцы бизнеса, могут, а главное, способны заниматься управлением текущей деятельностью корпорации. Для этого нужны знания, навыки, профессиональные компетенции, умение оперативно принимать решения относительно деятельности корпорации. Наиболее подходящим будет принцип единоначалия.

Как следствие, акционеры, владельцы бизнеса, приходят к необходимости отделения функции владения собственностью от функции управления ею. Функция управления передается наемным менеджерам, которые принимают на себя обязанности осуществлять руководство корпорацией (объединением участников). Топ-менеджеры, являясь наемными сотрудниками, имеют особые полномочия по оперативному управлению значительным объемом имеющихся у корпорации ресурсов, но их интересы не всегда совпадают с интересами акционеров, инвесторов. В то же время полномочия менеджеров, их статус, их возможности могут привести к ситуации, когда менеджеры будут осуществлять управление корпорацией в своих собственных интересах. Будет иметь место конфликт интересов. Механизм разрешения такого конфликта тесно связан с агентской теорией, теорией асимметрии информации, теорией эффективного рынка, которые были рассмотрены в параграфе 1.3.

Широкая трактовка концепции корпоративного управления предполагает, что участниками корпорации являются не только акционеры, инвесторы, собственники бизнеса, но и наемные работники, топ-менеджеры и менеджеры, бизнес-партнеры, кредиторы, государственные и местные органы власти, финансовые посредники и другие стейкхолдеры, т. е. широкий круг заинтересованных в деятельности корпорации лиц. Понятно, что у каждой группы участников свои экономические интересы, которые проецируются корпорацией. Зачастую эти интересы прямо противоположны. В этом случае также будет иметь место конфликт интересов. Эффективное корпоративное управление предполагает, что в организации устанавливается баланс экономических интересов всех ее участников, которые вовлечены в деятельность организации и заинтересованы в ее успешности.

В рамках расширенной трактовки корпоративного управления менеджер корпорации должен действовать не только в интересах акционеров, собственников бизнеса, но и других принципалов — участников корпорации. Само корпоративное управление рассматривается как механизм учета и соблюдения интересов всех групп участников объединения, что обусловливает необходимость решения экономиче-

ских и социальных вопросов деятельности корпорации. Важное значение имеет формирование и организация работы совета директоров компании, разработка политики мотивации топ-менеджеров, внедрение корпоративной этики и корпоративной культуры.

Интеграционная трактовка концепции корпоративного управления сформировалась тогда, когда в экономическом процессе оформились такие объединения предпринимательской деятельности, как интегрированные корпоративные структуры (ИКС). Другое их название, встречающееся в экономической литературе, — интегрированные бизнес-группы (ИБГ). Интегрированная бизнес-группа — это совокупность предприятий и организаций, относящихся к разным отраслям и секторам экономики, объединенная общей группой собственников и высших менеджеров, внутри которой происходит перераспределение финансовых, материальных, трудовых ресурсов из отрасли в отрасль. Как правило, ежегодный объем продаж у этих компаний больше 1 млрд долл. В качестве примера российских ИБГ можно привести такие компании, как «Альфа-групп», «Интеррос», «АФК Система», «МДМ», «Промышленные инвесторы» и ряд других. Существенным недостатком интегрированной бизнес-группы является то, что она не оформляется в конкретную организационно-правовую форму, поэтому ее достаточно сложно оценить и продать. Длительное время центрами ИБГ были, как правило, банки, в настоящее время — компании реального сектора экономики.

Если узкая и широкая трактовки концепции корпоративного управления применимы к объединению участников в рамках одного хозяйствующего субъекта (одной предпринимательской единицы), то интеграционная трактовка может быть использована тогда, когда возникают разного рода объединения предпринимательских единиц (например, холдинги, концерны, конгломераты, картели, синдикаты, консорциумы и др.). В случае объединения бизнесов в таких структурах формируются дополнительные качества и специфические свойства, которыми компании-участники не обладают в отдельности. Они привносят в интегрированные корпоративные структуры финансовые и материальные ресурсы, капиталы, производственные возможности, знание особенностей отраслевого бизнеса, профессиональные навыки трудового коллектива. Все это способствует активизации взаимодействия с более широким кругом внефирменных участников. Расширяется спектр корпоративных отношений между участниками интеграции. В большинстве интегрированных корпоративных структур предпринимательские единицы сохраняют свою самостоятельность в той

или иной степени, придерживаются специфики своей деятельности, соблюдают свои собственные экономические интересы. Однако в любом случае имеют место существующие или потенциальные противоречия, конфликты интересов, поскольку приходится поступаться интересами бизнес-единицы в целях достижения успешной деятельности группы в целом. Корпоративное управление в рамках интеграционных процессов предпринимательской деятельности выступает тем механизмом, который позволяет снизить степень противоречий, минимизировать проблемы объединения, оптимизировать отношения интегрированной корпоративной структуры с внешней средой функционирования как объединения в целом, так и входящих в него предпринимательских единиц.

Исходя из такого критерия, как сила интеграционного взаимодействия между бизнес-единицами, различают мягкую и жесткую форму интеграции.

При *мягкой форме интеграции* взаимосвязи между компаниями строятся как партнерские. Объединение осуществляется чаще всего на временной основе, т. е. носит срочный характер. Жесткий контроль над деятельностью участников (бизнес-единиц) отсутствует, внутренние механизмы управления либо слабые, либо их нет вообще, внутренние информационные каналы также развиты слабо. Зато участники объединения оперативно, коммерчески, финансово самостоятельны, взаимодействуют с внешним рынком, получая от него информацию и принимая решения относительно своей деятельности на основе оценки этой информации.

При мягкой форме интеграции функцию управления принимают на себя доминирующие участники, т. е. те, которые в силу своих компетенций могут взять на себя координацию предпринимательской деятельности интегрированной корпоративной структуры или интегрированной бизнес-группы. Может возникнуть ситуация, когда доминирующие участники реализуют политику группы с учетом максимального удовлетворения собственных интересов за счет использования возможностей других бизнес-единиц, так называемых аутсайдеров группы. Последние имеют возможность противостоять оппортунизму доминирующих участников путем выхода из группы, что является сдерживающим фактором в удовлетворении интересов ключевых участников.

При *жесткой форме интеграции* объединение участников совместного бизнеса осуществляется на основе установления прямого контроля над ними, а не партнерских отношений. При этом суще-

ственно снижается степень оперативной, коммерческой, финансовой самостоятельности бизнес-единиц, их взаимодействия с внешней средой, появляются сложности с выходом из интегрированной корпоративной структуры. Функции управления и контроля сосредотачиваются в материнских или управляющих компаниях, которые в качестве доминирующих участников могут реализовать эти функции в собственных интересах, игнорируя зачастую интересы других участников объединения. Управление всей интегрированной бизнес-группой со стороны доминирующих участников может также привести к тому, что общие интересы объединения будут трансформированы в интересы узкой группы участников, поскольку в интегрированной корпоративной структуре разрабатываются общая стратегия развития и политика по реализации основных направлений стратегии развития, которая в качестве составляющих включает финансовую, инвестиционную, кредитную, учетную, налоговую и другие виды политики. Объединенная группа взаимодействует с самыми разными заинтересованными лицами (государством, населением территории, на которой расположена материнская компания, финансовыми институтами, производственными партнерами и контрагентами), при этом их экономические интересы могут и не совпадать. Практика показывает, что именно в этом взаимодействии возникают конфликты экономических интересов большого числа участников, которые, в свою очередь, негативным образом влияют на эффективность объединения. Однако само объединение является внешне и внутренне устойчивым.

Корпоративное управление в рамках интегрированной структуры не подменяет собой стратегию ее развития, но существенным образом дополняет, главным образом в аспектах, связанных с вопросами взаимоотношения интересов участников объединения и (или) всех заинтересованных лиц[1].

Корпоративное управление связано с другими аспектами управления бизнесом, которые различаются как по функционалу, так и по уровням.

К функциональному аспекту относятся производственная, инвестиционная, финансовая деятельность, маркетинг, управление персоналом и др.

Уровни управления предпринимательской деятельностью подразделяются на оперативный, тактический, стратегический.

---

[1] *Мецгер А. А., Первушина А. В.* Корпоративное управление: учеб. пособие для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. Екатеринбург: Гуманитарный ун-т, 2011. С. 38.

Названные аспекты присущи любому бизнесу, но корпоративное управление возникает только тогда, когда речь идет об объединении в бизнесе его участников.

Как же связано корпоративное управление с функциональными и иерархическими аспектами? Например, собственники корпорации могут поставить перед наемными менеджерами задачу изменить продуктовую стратегию в случае, если для территории, где находится корпорация, возникают экологические угрозы и, как следствие, конфликт с населением. В инвестиционной деятельности может возникнуть ситуация с решением вопроса о целесообразности реализации компанией инвестиционного проекта, требующего мобилизации значительной части финансовых ресурсов, в первую очередь чистой прибыли, что приведет к снижению дивидендных выплат или вообще отказу от объявления дивидендов. Понятно, что не всеми типами акционеров такое решение будет восприниматься положительно.

Связь корпоративного управления со стратегическим, тактическим, оперативным управлением бизнесом выражена достаточно четко.

Стратегическое управление направлено на обозначение цели предпринимательской деятельности, средств достижения целей, определение конечных результатов. Участники объединения, чьи экономические интересы проецируются в деятельности корпорации, могут принять обоснованное решение, остаться в бизнесе или выйти из него, путем соотнесения своих интересов с реализуемым проектом. Грамотно построенное корпоративное управление позволяет учитывать интересы как внутрифирменных, так и внефирменных участников.

Тактическое и оперативное управление связано с выполнением задач по реализации миссии и цели корпорации, которые определены стратегией. Причем выполнение задач реализуется на всех уровнях ведения бизнеса в рамках тех полномочий, которые делегированы подразделениям компании и управляющим такими подразделениями. На всех уровнях ведения бизнеса в силу общности целей и различий в экономических интересах должны быть обеспечены передача управленческих решений и строгий контроль результатов реализации на практике. Причем эти решения с уровней принятия могут «спускаться» к функциональным аспектам.

Подчеркнем еще один важный момент — корпоративное управление тесно связано с корпоративными финансами, поскольку для ведения любого бизнеса нужен капитал и финансовые ресурсы. Корпоративное управление в экономической мысли рассматривается как

действенный механизм привлечения финансовых ресурсов в форме долевого капитала (как акционерного, так и паевого). Значимость корпоративного управления в российских условиях можно рассматривать с точки зрения сущностных подходов в рамках базовых концепций, а также с точки зрения различных уровней: на уровне интересов самой корпорации, на уровне национальных или региональных интересов, на международном или транснациональном уровне.

Вопросы для самопроверки

1. Что является предметом корпоративного управления?
2. Что предполагает узкая трактовка концепции корпоративного управления?
3. В чем принципиальное отличие широкой трактовки концепции корпоративного управления от узкой трактовки?
4. В чем сущность «мягкой» и «жесткой» формы интеграции?
5. Как связаны понятия «корпоративное управление» и «корпоративные финансы»?

10.2. Принципы и механизмы корпоративного управления

Принципы корпоративного управления были разработаны Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) в 1999 г. в качестве основного документа международных стандартов корпоративного управления. В первую очередь они были разработаны для стран-членов этой организации. В настоящее время в составе ОЭСР состоит 29 стран-участниц. Однако эти принципы также предназначались для других государств, которые могли их использовать для разработки национальных стандартов корпоративного управления. Принципы корпоративного управления могут быть применены компаниями, бизнес-сообществом, финансово-инвестиционными институтами. При этом они не являются обязательными, а носят рекомендательный характер и служат ориентиром для построения внутренних систем корпоративного управления с учетом национальных и ментальных особенностей, принятых законодательных норм, специфики ведения бизнеса.

Принципы корпоративного управления ОЭСР касаются пяти областей.

1. *Права акционеров*. Акционер — это совладелец компании, собственник пакета акций. Акция — эмиссионная ценная бумага.

Напомним, что эмиссионная ценная бумага — это любая ценная бумага, которая одновременно удовлетворяет следующим признакам: закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав; размещается сериями или траншами; имеет равный объем прав, подлежащих безусловному удовлетворению в пределах одного выпуска независимо от того, когда она была приобретена акционером. Система корпоративного управления должна быть построена таким образом, чтобы защищать права акционеров на получение достоверной и своевременной информации о деятельности компании; обеспечивать возможность участвовать в общих собраниях акционеров, как годовых, так и внеочередных; голосовать по вопросам деятельности компании; участвовать в распределении прибыли и получать доход в форме дивидендов в соответствии с принадлежащим акционеру количеством акций; осуществлять операции с акциями (например, передавать, дарить, отчуждать в залог и др.).

2. *Равное отношение к акционерам.* Ранее мы дали характеристику разным типам акционеров, к которым относятся крупные (мажоритарные) и мелкие (миноритарные) акционеры, внутренние (инсайдеры) и внешние (аутсайдеры), юридические и физические лица, государство и частные акционеры, резиденты и нерезиденты. Система корпоративного управления должна быть построена таким образом, чтобы обеспечивать одинаково равное отношение к любому типу акционеров, эффективную защиту их прав и законных интересов. Значительная роль при этом отводится совету директоров и исполнительной дирекции общества. Это касается вопросов использования инсайдерской информации, злоупотреблений в использовании служебного положения, личной заинтересованности в сделках относительно корпорации.

Эти два принципа корпоративного управления в совокупности представляют собой *принцип справедливости.*

3. *Принцип ответственности.* Система корпоративного управления должна признавать установленные законодательством права заинтересованных лиц; поощрять активное сотрудничество между ними и корпорацией в целях приумножения общественного богатства, повышения благосостояния как собственников, так и других категорий заинтересованных лиц, создания новых рабочих мест, достижения финансовой устойчивости корпоративного сектора в целом и финансовой стабильности отдельных корпораций.

4. *Принцип раскрытия информации и прозрачности.* Система корпоративного управления должна обеспечивать своевременное рас-

крытие достоверной информации обо всех существенных аспектах функционирования компании, включая сведения о финансовом положении, результатах финансовой деятельности, данные о составе собственников, в том числе владельцах крупных пакетов акций, сведения о структуре управления, например, список членов совета директоров, должностных лиц исполнительной дирекции. При этом компания должна обеспечить равный доступ к этой информации всем заинтересованным пользователям.

5. *Принцип подотчетности.* Система корпоративного управления должна быть построена таким образом, чтобы совет директоров мог обеспечивать стратегическое руководство бизнесом в целях роста его стоимости, эффективный контроль над работой топ-менеджеров и менеджеров, соблюдать принятое законодательство в области защиты прав и интересов акционеров и других заинтересованных лиц — участников корпоративных отношений. Совет директоров обязан отчитываться перед акционерами корпорации.

В том же 1999 г. в США была создана Международная сеть корпоративного управления (International Corporate Governance Network) — МСКУ, которая признала принципы ОЭСР как базовые стандарты корпоративного управления для компаний во всем мире. Тем не менее МСКУ сформулировала свои подходы к критериям корпоративного управления:

– цель функционирования корпорации состоит в повышении ее стоимости и росте доходов акционеров;

– одна обыкновенная акция предоставляет акционеру один голос при участии в голосовании по вопросам относительно деятельности компании. Система корпоративного управления должна обеспечивать акционеру право голоса;

– совет директоров подотчетен всем акционерам, его состав должен регулярно переизбираться;

– информация о составе членов совета директоров, их вознаграждении, разработанной политике в отношении заинтересованных лиц — стейкхолдеров должна раскрываться и быть доступной для акционеров;

– существенные изменения в деятельности корпорации, в частности, изменение структуры капитала, внесение изменений в устав, ее реорганизация и др. должны утверждаться на общем собрании акционеров;

– в деятельности корпорации должны применяться наилучшие практики корпоративного управления.

Серьезное внимание надлежащему корпоративному управлению уделили представители акционеров в Евросоюзе. Они основали Конфедерацию ассоциаций европейских акционеров (Euroshareholders Corporate Governance Guidelines), в которую вошли национальные ассоциации акционеров Германии, Франции, Бельгии, Дании, Голландии, Великобритании, Швеции и Испании. Эта организация получила название «Евроакционеры». Были разработаны Основные принципы корпоративного управления, в основу которых также были положены принципы ОЭСР, но они были конкретизированы и расширены:

– миссия, цель, стратегия корпорации и задачи по их реализации должны быть четко сформулированы и обоснованы;

– максимизация стоимости корпорации должна быть основной финансовой целью;

– корпорация должна своевременно раскрывать информацию о фактах, которые способны повлиять на стоимость акций и капитализацию компании, а также о тех акционерах, которые владеют более чем 5 %-ной долей в акционерном капитале компании. При этом корпорация обязана использовать как традиционные средства распространения информации, так и электронные, цифровые, мобильные приложения и др.;

– акционерам должно быть обеспечено право участия в общем собрании акционеров (ОСА), выдвижения кандидатов для избрания в совет директоров или ревизионную комиссию общества, включения вопросов в повестку дня ОСА;

– финансовые результаты деятельности компании должны ежегодно подвергаться проверке и анализу независимым аудитором, избираемым на общем собрании акционеров;

– должен быть предусмотрен и отражен в уставе компании срок ограничения членства неисполнительных директоров.

Таким образом, наилучшая практика корпоративного управления предполагает следующее:

1) отношения между всеми участниками корпоративной модели должны строиться на взаимном доверии и уважении;

2) этические стандарты корпоративного поведения — основа корпоративной политики;

3) корпоративное поведение должно быть основано на равном отношении к акционерам;

4) корпоративное поведение должно служить гарантией равных прав для всех акционеров;

5) практика корпоративного поведения должна обеспечивать добросовестную деятельность органов управления общества в интересах общества и всех его акционеров;

6) все сделки общества должны осуществляться добросовестно, в его интересах, учитывать интересы всех участников корпоративных отношений и иметь целью рост стоимости компании[1].

Основополагающие общепринятые принципы корпоративного управления могут быть реализованы как в виде национальных стандартов корпоративного поведения, так и в виде кодексов корпоративного управления (поведения), разрабатываемых конкретными компаниями. В российских условиях типовым рекомендательным актом для разработки компаниями собственных стандартов взаимоотношений с акционерами и заинтересованными лицами является Кодекс корпоративного управления, предложенный Банком России в 2014 г. В основных положениях кодекса акцентировано внимание на следующих позициях: соблюдение прав акционеров, в том числе при проведении корпоративных действий, связанных с изменением уставного капитала, осуществлением крупных сделок, а также сделок по слияниям и поглощениям, листингом ценных бумаг компании при выходе на биржевой рынок; эффективная работа совета директоров и практика вознаграждения членов совета директоров и топ-менеджмента корпорации; раскрытие информации о существенных фактах деятельности самой компании, ее дочерних и зависимых обществ; выстраивание политики управления рисками; эффективность функционирования службы внутреннего контроля в компании и ряд других.

Реализация принципов корпоративного управления в компаниях осуществляется при помощи определенных механизмов, которые по отношению к корпорации могут быть внутренними и внешними.

К ***внутренним механизмам корпоративного управления и контроля*** относятся следующие.

1. *Совет директоров (СД).* Совет директоров является ключевым органом в системе корпоративного управления. Члены СД являются представителями акционеров компании, они обеспечивают баланс экономических интересов между собственниками, между собственниками и топ-менеджерами, между собственниками и другими стейкхолдерами. Члены совета директоров должны быть независимыми, обладать определенным набором знаний и компетенций в раз-

---

[1] *Ткаченко И. Н.* Корпоративное управление: учеб. пособие. Екатеринбург: УрГЭУ, 2018. С. 49.

личных сферах бизнеса, уметь выстраивать взаимоотношения и взаимодействие с внефирменными заинтересованными лицами, уметь правильно использовать информацию о деятельности компании, в том числе внутреннюю, конфиденциальную, не нарушая прав и законных интересов совладельцев бизнеса. Совет директоров (на практике встречается название «наблюдательный совет») — это коллегиальный орган управления, который избирается общим собранием акционеров на определенный срок. Функционал совета директоров состоит в определении стратегии развития компании, осуществлении общего руководства и контроля над деятельностью исполнительной дирекции между собраниями акционеров, обеспечении интересов акционеров. Полномочия совета директоров и полномочия исполнительной дирекции разделены, различаются и утверждаются уставом акционерного общества. Совет директоров в обязательном порядке создается в тех акционерных обществах, где число акционеров более 50.

2. *Система оценки мотивации топ-менеджеров*. Мотивация менеджеров подразделяется на материальные и нематериальные формы. Коротко охарактеризуем каждую. Материальная форма мотивации менеджеров подразделяется на:

– постоянную часть денежного вознаграждения;

– переменную часть денежного вознаграждения;

– социальный пакет.

Постоянная часть денежного вознаграждения, как правило, устанавливается в фиксированном размере, который равен примерно среднему размеру заработной платы соответствующей должности в конкретном отраслевом сегменте экономики. Стимулирующего влияния на эффективность работы высшего топ-менеджерского персонала практически не оказывает.

Переменная часть денежного вознаграждения является реальным фактором мотивации менеджеров. В компаниях переменную часть подразделяют на краткосрочные и долгосрочные программы мотивации. Краткосрочная программа — это премии за достижение результатов по операционной деятельности компании за небольшой период времени, как правило, квартал, полугодие, год. Показателями, за выполнение которых могут быть выплачены бонусы, являются объем выручки от реализации продукции, снижение ее себестоимости, размер прибыли, сохранение доли и конкурентных преимуществ компании на рынке товаров, работ, услуг и ряд других.

Долгосрочная программа мотивации менеджеров разрабатывается на 3–5 лет и ориентирована на стратегическое развитие бизнеса. В этом случае могут быть использованы такие оценочные показатели, как рост капитализации компании, сохранение устойчивого спроса на ее долевые и долговые ценные бумаги. В свою очередь, долгосрочная программа мотивации может быть реализована с использованием эффекта долевого участия менеджеров в капитале компании или без него[1]. Использование эффекта долевого участия менеджеров достигается через опционные программы, через выпуск опционов эмитента. Опцион эмитента — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и (или) при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента[2]. Получая возможность приобрести акции по опционной программе, менеджеры становятся совладельцами бизнеса — акционерами, и в этом случае их интересы совпадают с интересами других собственников: менеджеры прикладывают максимальные усилия в управлении компанией, с тем чтобы повысить рыночную стоимость акций и, следовательно, капитализацию компании.

Следует отметить, что применение опционной модели мотивации менеджеров становится оправданным при наличии развитого рынка ценных бумаг.

Долгосрочная программа мотивации менеджеров без их долевого участия в капитале корпорации осуществляется с использованием мотивационных схем, в основе которых лежат ключевые показатели деятельности компании, например, добавленная экономическая стоимость (economic value added). Другое ее название — альтернативная стоимость капитала. Она показывает ожидание инвесторами дохода от вложений в другие ценные бумаги, которые имеют примерно такой же уровень риска. Иными словами, компания должна сформировать такой доход, который будет больше или равен средневзвешенной стоимости инвестированного в эту компанию капитала.

Социальный пакет. Социальный пакет можно считать материальным стимулированием, выраженным в немонетарном виде. Например, пользование служебным транспортом, связью, медицинской страховкой, стоимость которых оплачивает непосредственно компа-

---

[1] *Мецгер А. А., Первушина А. В.* Корпоративное управление: учеб. пособие для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. Екатеринбург: Гуманитарный ун-т, 2011. С. 336.

[2] *О рынке* ценных бумаг: Федер. закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ. Ст. 2.

ния. Рассматривается как дополнение к постоянной части денежного вознаграждения (заработной плате).

Как было сказано выше, кроме материальной формы мотивации менеджеров, используются нематериальные способы мотивации, в частности, возможность карьерного роста в стабильно развивающейся известной компании; наделение полномочиями со стороны собственников при решении сложных масштабных задач или реализации крупных инвестиционных проектов; признание профессионализма менеджера как собственниками компании, так и членами трудового коллектива; уровень корпоративной культуры в компании, работа в которой позволяет менеджеру сохранять свой высокий социальный статус.

Разработка системы мотивации менеджеров находится в компетенции совета директоров или созданных в данной компании профильных комитетов.

3. *Получение полномочий по доверенности акционеров.* При подготовке общего собрания акционеров исполнительная дирекция уведомляет акционеров о сроках, месте проведения, повестке дня собрания. Вместе с данным уведомлением менеджмент компании предлагает акционерам передать право голоса при решении вопросов повестки дня собрания по доверенности, т. е. проголосовать принадлежащим акционеру количеством голосов от его имени. Имеет место конкуренция за доверенности акционеров.

4. *Система обмена информацией между акционерами и топ-менеджерами.* Информация о производственной деятельности корпорации, финансовая отчетность, составленная в соответствии с РСБУ или МСФО, информация о внутрикорпоративных сделках или сделках с заинтересованными сторонами, содержание уставных документов должны быть актуальными, объективными, достоверными, доступными всем категориям акционеров и своевременно предоставляться собственникам бизнеса.

К ***внешним механизмам корпоративного управления и контроля*** относятся:

– *рынок корпоративного контроля* или контроль со стороны рынка ценных бумаг. В данном случае речь идет о недружественных поглощениях и механизмах защиты от них. Как правило, акции акционерного общества свободно обращаются на рынке ценных бумаг. Покупка-продажа акций не приводит к снижению финансовой устойчивости компании, резкому изменению структуры капитала, наруше-

нию прав и законных интересов акционеров, поскольку таких сделок ежедневно осуществляется огромное количество, акции переходят от одного собственника к другому, но у каждого из них примерно одинаковые взгляды на развитие компании, примерный уровень выплачиваемых дивидендов, схожая оценка действий исполнительной дирекции по оперативному управлению обществом. Однако среди участников корпоративных отношений может появиться такой, который имеет индивидуальную точку зрения на направление развития компании и методы достижения целей ее деятельности. Если величина пакета принадлежащих ему акций не позволяет ему существенным образом влиять на деятельность компании, то такой акционер будет стараться увеличить свою долю в акционерном капитале путем скупки акций у миноритарных акционеров, получить в результате статус мажоритарного или контролирующего акционера. Здесь на первый план выходит проблема отношения высшего топ-менеджмента компании к операции поглощения. При этом именно топ-менеджмент компании является наиболее незащищенной частью ее участников, так как при смене контролирующего собственника, стремящегося к изменению политики функционирования компании, управленческий персонал может быть либо уволен, либо лишен части своих полномочий, которые и обеспечивают ему должный уровень власти и статуса. Иными словами, может сложиться ситуация, когда высшие менеджеры не поддерживают операцию поглощения. Напротив, поглощение может восприниматься менеджментом положительно, если изменение структуры корпоративной собственности приведет к росту эффективности бизнес-процессов, возможности включения в более крупную интегрированную бизнес-структуру, формированию синергетического эффекта, росту рыночного спроса на акции компании, выходу корпорации на транснациональный уровень. Поэтому высший топ-менеджмент компании в силу своего особого положения, статуса и присущих властных полномочий может как способствовать, так и препятствовать процедуре поглощения;

– *механизм банкротства* или контроль со стороны кредитного и товарного рынка. Кредиторы как участники корпоративных отношений играют важную роль по отношению к компании. Они, как правило, заинтересованы в реализации компанией рентабельных проектов и направлений развития, которые позволяют обеспечивать должный объем продаж, получение выручки от реализации продукции, сохранение места и доли компании на соответствующем сегменте то-

варного рынка; повышать уровень ее финансовой устойчивости и платежеспособности. Риски операционной деятельности известны, предсказуемы, просчитываемы, угрозы банкротства минимальны. Если же компания реализует высокорентабельные инвестиционные проекты, сопряженные с высоким уровнем риска, то для кредиторов угроза возникновения кризисных явлений в компании становится вполне реальной. Возникает конфликт экономических интересов между акционерами — собственниками бизнеса и менеджерами, с одной стороны, и кредиторами — с другой, который усиливается по мере ухудшения финансового состояния корпорации. В российской практике процедуры, регулирующие потенциальный конфликт между корпорацией и кредиторами, регламентирующие порядок защиты и исполнения прав последних, закреплены законодательно в рамках Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)»;

– *воздействие правовой системы, формализация поведения всех финансово заинтересованных участников корпоративных отношений.* В каждом государстве формируется собственная экономико-правовая система, которая, с одной стороны, определяет характер, специфику, особенности корпоративных отношений в бизнесе, с другой — отражает экономические интересы субъектов корпоративных отношений, сложившиеся тенденции в сфере экономики и финансов.

Однако отметим, что система права тесно связана с национальной моделью экономических отношений, а государство, государственные институты играют значимую роль во взаимодействии правовых и экономических процессов.

Вопросы для самопроверки

1. Назовите и охарактеризуйте принципы корпоративного управления. С какой целью они были разработаны?
2. Какой документ является типовым рекомендательным актом для разработки стандартов корпоративного управления российскими компаниями? В чем суть его основных положений?
3. Назовите и кратко охарактеризуйте внутренние механизмы корпоративного управления и контроля.
4. Как вы считаете, почему система мотивации топ-менеджеров имеет важное значение в корпоративном управлении?
5. Назовите и кратко охарактеризуйте внешние механизмы корпоративного управления и контроля.

10.3. Модели корпоративного управления, их характеристика

Следует подчеркнуть, что любая правовая система тесно связана с моделью экономического устройства. В настоящее время можно назвать три базовые модели экономического устройства:

– государственная экономика, при которой государство осуществляет повсеместный контроль всех экономических процессов в стране, принимает на себя реализацию всех социальных задач. Доминирующее влияние государства предполагает отсутствие рыночных экономических отношений и механизмов;

– рыночная экономика, в которой роль и вмешательство государства в экономику минимальны. Государство выполняет регулирующие функции, создавая равные возможности для решения собственных задач гражданам, домохозяйствам и отдельным бизнес-единицам. Граждане и домохояйства могут посредством механизма финансового рынка трансформировать свои сбережения и накопления в инвестиции, получая возможность роста доходов и повышения своего благосостояния. В свою очередь, корпорации, выпуская и размещая особый товар для финансового рынка в виде ценных бумаг и финансовых инструментов, аккумулируют финансовые ресурсы для своего развития, расширения доли на рынке, повышения своей конкурентоспособности. Но в то же время они способствуют решению социальных задач, формируя доходы населения от операций с ценными бумагами и давая возможность гражданам приобретать социальные услуги;

– социально ориентированная экономика. Государство разрабатывает такие механизмы регулирования, которые, с одной стороны, позволяют ему не брать на себя избыточные социальные обязательства, оказывающие давление на национальную экономику, но в то же время успешно решать социально-экономические задачи через механизмы взаимодействия с экономическими агентами, а с другой стороны, обеспечивают учет и согласование экономических интересов различных групп участников корпоративных отношений.

Применительно к российским корпорациям можно говорить о функционировании в условиях смешанной (рыночной и социально ориентированной) экономики с учетом значимого присутствия государства в корпоративных отношениях.

Модель корпоративного управления формируется под воздействием социально-экономических и правовых процессов, присущих

базовой модели экономики. С точки зрения отражения сущностных основ рыночной и социально ориентированной экономики, тех экономических и социальных задач, которые каждая призвана решать, различают аутсайдерскую и инсайдерскую модели корпоративного управления.

Аутсайдерская модель корпоративного управления формируется в странах с рыночной экономикой, с развитым финансовым рынком, на котором при помощи корпораций происходит трансформация сбережений населения, домохозяйств, организаций в инвестиции при помощи купли-продажи ценных бумаг. Корпорация, как нам известно, присутствует на финансовом рынке, эмитируя и размещая особый товар в виде корпоративных ценных бумаг, тем самым мобилизуя финансовые ресурсы для осуществления и расширения своей основной деятельности. Инвесторы, приобретая ценные бумаги, способствуют функционированию корпораций, но и рассчитывают на получение дохода от владения ценными бумагами. Аутсайдерская модель характеризуется тем, что корпорация рассматривается как объединение капиталов, при этом структура акционерного капитала корпораций (структура собственности) является разрозненной (дисперсной), т. е. распределенной среди множества миноритарных акционеров, владеющих мелкими пакетами акций и представляющих основную группу акционеров. Большинство из них — физические лица или домохозяйства, которые не располагают крупными денежными средствами, предназначенными для финансовых вложений. Более того, даже эти незначительные суммы они предпочитают диверсифицировать, распределяя между разными объектами вложений. Второй, относительно крупной группой в корпорациях, являются институциональные инвесторы (страховые компании, финансово-инвестиционные институты) и инвесторы, относящиеся к коллективным формам инвестирования. По российскому законодательству ими могут быть акционерные и паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, кредитные союзы (потребительские кооперативы). Поскольку участниками (вкладчиками) коллективных форм инвестирования, а также участниками процессов страхования в основном являются инвесторы с незначительными суммами денежных средств, предназначенными для инвестирования, то можно сказать, что именно этой группе лиц опосредовано принадлежит и та часть акционерного корпоративного капитала, которая сформирована институциональными и коллективными инвесторами. Однако учитывая их долю в акционерном капитале конкретной корпорации, как правило, не очень большую, такой

класс инвесторов нельзя отнести к мажоритарным. С учетом разрабатываемых и утверждаемых инвестиционных деклараций их вложения широко диверсифицированы и сформированы по принципу портфельного инвестирования. Портфельное инвестирование понимается как процесс формирования портфеля, состоящего из набора различных финансовых активов, имеющих разный уровень риска и дохода, и предполагающего получение совокупного финансового результата. Управляют такими портфелями профессиональные управляющие. Но ни управляющие, ни мелкие акционеры не имеют возможности реально участвовать в процессе управления конкретной компанией. Этим занимаются наемные менеджеры. Мы уже говорили о том, что менеджеры не всегда действуют в интересах акционеров. В корпоративной практике достаточно часто встречаются случаи, когда удовлетворяются интересы именно менеджеров, а отнюдь не собственников бизнеса. Обостряется агентская проблема. Развитый фондовый рынок позволяет инвестору недовольному действиями менеджеров по управлению корпорацией выйти из нее, продав свои акции на ликвидном рынке, вернуть полностью или частично вложенный капитал. Кроме того, фондовый рынок предоставляет инвестору альтернативные варианты вложения полученных средств в акции других компаний. Однако может возникнуть проблема, состоящая в том, что в случае продажи акций компании значительным числом акционеров предложение акций будет превышать спрос на них, в свою очередь, рыночная цена акций будет снижаться, уменьшится капитализация компании. Привлекательность приобретения акций такой компании потенциальными инвесторами также снизится. Какие последствия будет иметь для корпорации и в первую очередь для ее менеджмента такая ситуация? В условиях падения рыночной цены акций может начаться их скупка стратегическим инвестором, который может сформировать контрольный пакет акций и начать оказывать реальное влияние на деятельность корпорации. В планах стратегического инвестора может быть реструктуризация бизнеса либо его продажа, что для менеджмента компании в любом случае будет иметь отрицательные последствия. Поэтому аутсайдерская модель в экономической литературе имеет второе название — рыночная модель, т. е. такая, при которой корпоративное управление осуществляется через механизм рынка корпоративного контроля.

Достоинства и недостатки аутсайдерской модели приведены в табл. 10.1.

Таблица 10.1

Достоинства и недостатки аутсайдерской модели корпоративного управления

Достоинства	Недостатки
1. Поддержка у акционеров уверенности в том, что их интересы безусловно соблюдаются и являются приоритетными. 2. Вовлечение в экономический оборот значительных финансовых ресурсов, в том числе накоплений домохозяйств. 3. Обеспечение предприятий реального сектора экономики уникальной формой финансирования — акционерным капиталом, который в отличие от долгового (банковского) финансирования позволяет предприятиям осуществлять долгосрочные, высокоэффективные инвестиции. 4. Мотивирование менеджеров к постоянному поиску таких форм организации предпринимательской деятельности, которые обеспечивают рыночный успех (рост капитализации) как основной критерий оценки результата	1. Сведение всей проблемы корпоративного управления к удовлетворению интересов лишь одной группы участников — акционеров, что может негативным образом сказываться на интересах других групп участников корпорации. 2. Сокращение возможности поддержки компании со стороны заинтересованных лиц, что может быть необходимым в кризисных для компании ситуациях. 3. Ориентация менеджмента компании на достижение исключительно экономических рыночных показателей, и в первую очередь на рост капитализации компании, что зачастую приводит к решениям, обеспечивающим лишь краткосрочную эффективность корпорации. 4. Ориентация в первую очередь на рыночные механизмы и ориентиры, что создает угрозу возникновения чрезвычайно острых ситуаций, когда эти механизмы дают сбой или неверные сигналы. 5. Зависимость компании от рынка ценных бумаг (угроза финансированию при смене конъюнктуры рынка) и связанного с ним рынка корпоративного контроля (угроза поглощения)

Примечание. Сост. по: *Мецгер А. А., Первушина А. В.* Корпоративное управление: учеб. пособие для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. Екатеринбург: Гуманитарный ун-т, 2011. С. 176.

Аутсайдерская модель реализуется в таких развитых странах с рыночной экономикой, как США, Великобритания, Канада, Австралия, Новая Зеландия. Но в любом случае национальный менталитет любой страны вносит свои коррективы в построение модели корпоративного управления.

Инсайдерская модель корпоративного управления реализуется в странах с социально ориентированной или смешанной экономикой, в частности, в таких индустриально и промышленно развитых странах, как Германия, Япония, Франция, Италия, Южная Корея, а также

в развивающихся странах или странах с переходной экономикой, например в России.

Формирование инсайдерской модели корпоративного управления осуществляется с учетом следующих особенностей:

– значительное присутствие и влияние государства на корпоративный сектор экономики. Мы уже говорили о том, что в составе акционеров в крупных российских корпорациях велика доля государства;

– ориентация общества на интеграцию, которая позволяет учитывать экономические интересы различных групп заинтересованных лиц. При этом получение индивидуальной экономической выгоды отходит на второй план;

– недостаточная роль фондового рынка как источника финансирования деятельности корпораций. У населения в условиях, когда государство принимает на себя решение основных социальных задач, недостаточно свободных денежных средств и доходов, которые оно могло бы разместить в инвестиционные активы. Характер его экономического поведения — сберегательный, что приводит к сохранению и росту депозитных вкладов в банках;

– приоритетное банковское кредитование инвестиционных решений корпораций взамен привлечения ресурсов с фондового рынка. Банки являются традиционными финансово-кредитными институтами, пользуются доверием клиентов, могут оказывать широкий спектр услуг в сфере финансового посредничества. Предпочтения корпораций в получении банковского кредитования корпорациями прежде всего связано с временными затратами. Осуществление эмиссии акций или облигаций занимает длительный период времени — от нескольких месяцев до нескольких лет. Для банков одной из проблем кредитования корпораций является определение кредитоспособности заемщика, поскольку это связано с рисками невозврата выданных ссуд. Для осуществления более действенного контроля банки стремятся войти в состав акционеров в качестве мажоритарных, т. е. обладающих крупным пакетом акций компании. Сложилась тенденция сращивания промышленного и банковского капиталов;

– высокая концентрация собственности в корпорациях, присутствие крупных акционеров, которые желают принимать непосредственное участие в управлении корпорацией.

В инсайдерской модели корпоративного управления корпорация рассматривается не просто как объединение капиталов, а как сложный социально-экономический объект, в котором проецируются

интересы разнообразных групп участников — стейкхолдеров. Их интересы существенно различаются, бывают совершенно противоположными, поэтому задача корпоративного управления в инсайдерской модели состоит в том, чтобы максимально обеспечить согласование интересов всех групп участников корпорации. Роль государства в этом процессе очень велика, поскольку оно создает правовые механизмы для обеспечения учета и согласования интересов участников. В то же время значительна роль самой корпорации, ее топ-менеджмента в плане готовности идти на компромиссные решения при согласовании действий относительно функционирования корпорации с интересами других участников.

Достоинства и недостатки инсайдерской модели приведены в табл. 10.2.

Таблица 10.2

Достоинства и недостатки инсайдерской модели корпоративного управления

Достоинства	Недостатки
1. Согласование интересов широкого круга лиц, участвующих в корпорации и взаимодействующих с ней. 2. Поддержка корпорации со стороны различных групп участников и заинтересованных лиц, включая государство, что может быть чрезвычайно важным в кризисных для компании ситуациях. 3. Ориентация менеджмента на достижение долгосрочных целей, поскольку именно в долгосрочной перспективе сходятся интересы различных категорий участников корпорации и заинтересованных лиц. 4. Формирование внутренних механизмов разрешения корпоративных конфликтов, что снижает угрозу корпоративных захватов и поглощений. 5. Обеспечение корпорации механизмами «внутреннего» финансирования, что делает ее менее зависимой от ситуации на внешних финансовых рынках, в том числе на рынке ценных бумаг	1. Отсутствие в качестве приоритетного направления учета интересов инвесторов, миноритарных акционеров в первую очередь. 2. Сужение вариантов финансирования корпорации до внутренних источников и заемного (банковского) капитала, что сокращает возможности ее развития. 3. Ориентация менеджмента на принятие компромиссных решений, удовлетворяющих интересы различных категорий участников корпорации, что может приводить к отказу от эффективных рыночных решений

Примечание. Сост. по: *Мецгер А. А., Первушина А. В.* Корпоративное управление: учеб. пособие для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. Екатеринбург: Гуманитарный ун-т, 2011. С. 188–189.

Аутсайдерская и инсайдерская модели являются базовыми моделями корпоративного управления, но их формирование и реализация осуществляется на национальном уровне, что обусловливает необходимость учета правовой системы и правовой культуры в стране, организационного и юридического статуса корпорации, структуры собственности корпорации, степени государственного участия в экономических процессах, традиций делового общения в стране, менталитета населения, развитости финансовой системы и фондового рынка, других факторов.

В мировой практике рассматривают три национальные модели корпоративного управления:

– англо-американскую;

– континентальную (европейскую);

– азиатскую (японскую).

Остановимся более подробно на рассмотрении сущности и специфики указанных национальных моделей.

Англо-американская модель

Англо-американская модель представляет собой аутсайдерскую модель корпоративного управления, поскольку реализуется в странах с безусловно рыночным характером экономики — США, Великобритании, Канаде и ряде других, где влияние государства в отношении корпораций ограничено. Роль государства заключается в том, что оно должно устанавливать «правила игры», которые будут одинаковыми для всех участников рынка.

Экономические агенты, домохозяйства, индивидуальные инвесторы готовы принимать на себя ответственность за решение собственных инвестиционных задач. Тип их поведения — предпринимательский, с ориентацией на экономический результат и, как следствие, ожиданием достойного вознаграждения. Влияние на принятие решений относительно деятельности корпорации имеют только акционеры. Однако это право реализуется путем голосования на общих собраниях акционеров по вопросам ликвидации или реорганизации компании, внесения изменений в устав. Они не только не участвуют в управлении текущей деятельностью корпорации, но и не принимают участия в решении вопросов, связанных с определением размера дивидендов или с реализацией крупных инвестиционных проектов. Основные управленческие решения передаются менеджерам.

Менеджеры рассматриваются как агенты акционеров, делегирующих им определенные права на оперативное управление компанией.

Развитый фондовый рынок создает условия для трансформации сбережений населения и домохозяйств в инвестиции. Рядовые инвесторы непосредственно или через коллективные формы инвестирования (взаимные фонды, пенсионные фонды, компании страхования жизни и др.) приобретают небольшие пакеты акций, инвестируя в корпорации в расчете на получение предпринимательского дохода. Большинство акционеров не связаны с корпорацией никакими обязательствами, кроме инвестирования средств в покупку акций. Поэтому эффективность своих вложений, свое участие в корпорации они оценивают по размерам дивидендных выплат и росту ее капитализации. Если акционеров не устраивают данные параметры, они продают принадлежащие им акции и реструктурируют свои вложения.

В англо-американской модели у корпораций большое количество собственников, но каждый из них владеет незначительной долей акционерного капитала. Число акционеров в крупных публичных компаниях составляет сотни тысяч, в то время как величина пакетов акций максимум единицы процентов. Доминирующие собственники отсутствуют.

Структура собственности — дисперсная, раздробленная. Акционеры как собственники компании обладают юридической властью, влияют на деятельность корпораций опосредованно. Они находятся как бы вне корпорации. Менеджеры корпорации (инсайдеры) владеют незначительной долей акционерного капитала, но фактически власть в корпорации принадлежит именно им. Интересы менеджеров и акционеров зачастую не совпадают. На интересы менеджеров сильное влияние оказывают не только внутрикорпоративные отношения, но и общественные.

Социальный статус и власть менеджера в американских компаниях зависит от размера компании и его положения в служебной иерархии. Поэтому у топ-менеджмента появляется заинтересованность в увеличении размеров компании и усложнении ее организационно-управленческой структуры. Основным источником развития и роста компании служит нераспределенная прибыль, ее направление на эти цели приведет к снижению дивидендных выплат, следовательно, может вызвать недовольство акционеров.

Следует отметить еще одну важную особенность англо-американской модели — банкам было запрещено напрямую владеть акци-

ями компаний реального сектора экономики. После кризиса 1929 г., когда банки активно спекулировали ценными бумагами компаний, был принят Закон Гласса — Стигала, устраняющий конфликт интересов между банком как инвестором, имеющим во владении пакет акций конкретной компании, и банком как поставщиком кредитных ресурсов на финансовый рынок. Владея акциями «своей» компании, банк заинтересован именно ей помогать в финансировании инвестиционных решений на льготных условиях, тем самым поддерживает ее конкурентоспособность на рынке. Он становится финансовым центром интегрированной бизнес-структуры вместо выполнения функций финансового посредничества на рынке.

Принятая норма просуществовала более 70 лет. В 1999 г. Закон Гласса — Стигала был отменен, банки получили право функционировать на финансовом рынке наряду с другими игроками.

Менеджмент в американских корпорациях ориентирован на достижение краткосрочной результативности, поскольку его мотивация связана с финансово-экономическими результатами деятельности корпорации. Преобладает материальная форма мотивации, которая, как мы уже говорили, состоит из двух частей: фиксированной (в виде заработной платы) и переменной (в виде бонусов за достигнутые показатели деятельности компании). Менеджеры, заинтересованные показать акционерам, насколько эффективно они управляют корпорацией, могут реализовать инвестиционные проекты с краткосрочной эффективностью в целях увеличения своего вознаграждения.

Совет директоров корпорации по американскому законодательству является унитарным, представляет собой единый орган корпоративного управления, который действует в интересах всех акционеров и осуществляет функции надзора и управления. В его состав входят представители инсайдеров, т. е. топ-менеджмента, и представители аутсайдеров, т. е. лиц, не связанных с корпорацией какими-либо служебными отношениями.

Число аутсайдеров в совете директоров преобладает. В составе аутсайдеров выделяют внешних директоров, которых приглашают в целях объективного контроля над деятельностью топ-менеджеров. Кроме того, есть возможность использовать опыт и связи внешних директоров для установления новых деловых и партнерских контактов с поставщиками и потребителями, обеспечения доступа к рынкам товаров и капиталов, получения консультаций по вопросам развития корпорации и т. п.

Среди внешних директоров существуют независимые директора, которые не связаны ни с собственниками корпорации, ни с менеджментом компании, ни с другими заинтересованными лицами, которые могли бы повлиять на объективность их мнений и точек зрения относительно деятельности компании или оценки эффективности деятельности менеджмента. Личная заинтересованность независимого директора как члена совета директоров исключена. В американских корпорациях независимые директора осуществляют контрольную функцию, поэтому необходимость в создании такого органа, как ревизионная комиссия, отсутствует. Количественный состав совета директоров небольшой — 13–15 человек.

Англо-американскую модель корпоративного управления отличают жесткие требования к соблюдению нормативно-законодательных актов и норм, а также к раскрытию информации. Все акционеры должны иметь доступ к информации относительно деятельности компании, например, сведениям о финансовых результатах, структуре капитала, данным о тех лицах, которые владеют более чем 5 % капитала корпорации, о вознаграждении исполнительных директоров, о компаниях, которые будут проводить аудиторскую проверку корпорации, о предполагаемых изменениях в уставе компании и др.

Резюмируя вышесказанное, можно сделать вывод, что англо-американская модель корпоративного управления построена на основе рыночных механизмов регулирования экономики и способствует эффективной деятельности корпораций.

Континентальная (европейская) модель

В континентальной Европе доминирует модель корпоративного управления, в которой характерной чертой является социальное партнерство всех стейкхолдеров корпорации — акционеров, наемных работников, в том числе топ-менеджеров, финансово-кредитных институтов, партнеров по товарному рынку, государства. Корпорация рассматривается не просто как объединение капиталов, а как сложная социально-экономическая структура, в которой должны быть учтены экономические интересы всех участников. Поэтому в континентальной модели проявляются черты инсайдерской модели корпоративного управления, которая, как было подчеркнуто выше, характерна для социально ориентированной или смешанной экономики. Такая модель реализуется в Германии, Франции, Италии, Швеции и др. Рассмотрим особенности модели корпоративного управления на примере Гер-

мании, где наиболее ярко проявилась сущность инсайдерской модели. В экономической литературе часто встречается ее название как континентальная (германская).

В Германии смешанная экономика, что предполагает значительное участие государства в экономических процессах, его влияние на корпоративный сектор экономики. Население, домохозяйства, компании считают участие государства в решении социальных и экономических вопросов не только допустимым, но и необходимым. Различные социальные группы активно сотрудничают между собой с целью повышения благосостояния нации в целом.

В стране высок уровень социального обеспечения, что не способствует формированию предпринимательского поведения, когда экономические агенты стремятся получить высокие доходы от инвестиций на фондовом рынке. Скорее наоборот, сформировался сберегательный характер поведения, при котором доверие к банковским структурам велико. Германские банки представляют собой универсальные финансово-кредитные институты, которые предоставляют широкую линейку банковских продуктов и услуг как населению, так и корпорациям.

Коммерческие банки играют важную роль в корпоративном управлении. Они не только выступают как кредиторы, поставляющие кредитные ресурсы компаниям, но и реализуют дополнительные связи между компаниями-партнерами, которые в своей деятельности специализируются на технологически ориентированных отраслях экономики. Законодательно банкам разрешено владеть акциями компаний реального и финансового сектора экономики, следовательно, они имеют представительство в наблюдательном совете компании как акционеры.

Существенным фактором эффективности контроля деятельности компаний-заемщиков со стороны банков является владение крупным пакетом акций той или иной компании. Банки в этом случае обладают инсайдерской информацией о положении дел в компаниях и получают явные преимущества при операциях с акциями. Следует отметить, что традиционно банки несут моральную ответственность за эффективность функционирования компаний, поэтому они активно работают с проблемными корпорациями, предоставляя финансовые услуги и помогая им в реструктуризации бизнеса.

С учетом того, что ликвидность фондового рынка Германии невысока, мажоритарный акционер, владеющий крупным пакетом ак-

ций, не в состоянии быстро выйти из бизнеса, продав свои акции. Для сохранения своих финансовых вложений ему придется реструктурировать компанию. Еще одна причина серьезного влияния банков на корпоративный сектор состоит в том, что во владении индивидуальных инвесторов акции находятся в виде сертификатов на предъявителя. Поэтому, приобретая акции через банковские институты, инвесторы передают их на депозитарное хранение тем же банкам, что позволяет последним голосовать по вопросам повестки дня на общих собраниях акционеров, как правило, по своему усмотрению. Основная доля права голоса по акциям принадлежит коммерческим банкам. Надо сказать, что и компании нефинансового сектора экономики со своей стороны также ориентированы на взаимодействие с банковскими структурами, а не с институтами фондового рынка.

Структуру акционерного капитала в немецких компаниях отличает высокая степень концентрации. Нескольким крупным мажоритарным акционерам может принадлежать половина или две трети капитала компании. Примерно в одной трети немецких компаний все 100 % капитала принадлежат одному собственнику. Естественно, что они заинтересованы в том, чтобы реализовать свои права по участию в деятельности компаний и по осуществлению контроля топ-менеджмента.

Еще она особенность структуры собственности — перекрестное владение акциями, т. е. система взаимного участия компаний финансового и нефинансового сектора в акционерном капитале, тем самым обеспечивается межотраслевая интеграция (сращивание) промышленного и финансового капиталов. Немецкие компании также обеспечивают широкие связи друг с другом, являясь коллективными акционерами в других корпорациях, что позволяет им укреплять долгосрочные взаимоотношения в бизнесе и оказывать взаимоподдержку.

Германская модель корпоративного управления характеризуется *двухуровневым правлением*, при котором функции управления и контроля разделены. В немецкой корпорации два органа:

– *наблюдательный совет*, который обеспечивает контроль над ведением дел в компании, осуществляет подбор компетентной управленческой команды менеджеров, проверяет и утверждает финансовую отчетность, оценивает разработанные правлением предложения по использованию прибыли компании и величине дивидендных выплат акционерам, определяет эффективные направления инвестиционных вложений, проверяет отчетность правления о существенных сделках,

эффективность деловой политики с компаниями-партнерами и др. Наблюдательный совет состоит только из независимых директоров;

– *правление*, которое осуществляет действия по непосредственному управлению корпорацией и несет ответственность за эффективное исполнение своих обязанностей, реализацию переданных полномочий по соблюдению интересов как самой корпорации и ее акционеров, так и организованных работников и других заинтересованных лиц, реализацию промышленной и торговой политики, обеспечение рентабельности и ликвидности компании, формирование положительных финансовых результатов деятельности и др. Правление состоит из исполнительных директоров.

Отличительной особенностью системы корпоративного управления в Германии является состав наблюдательного совета, требования к которому закрепляются законодательно. Минимальное число членов наблюдательного совета — 3 чел. Максимальное число членов совета директоров зависит от величины уставного капитала корпорации и должно быть кратно числу 3:

– при размере уставного капитала до 1,5 млн евро — 9 чел.;

– при размере уставного капитала от 1,5 млн до 10,0 млн евро — 15 чел.;

– при размере уставного капитала от 10,0 млн евро и более — 21 чел.

Кроме того, в состав наблюдательного совета должны входить представители трудового коллектива, квота которых от общего числа организованных сотрудников в соответствии с законодательством должна составлять:

– при численности трудового коллектива от 500 до 2000 чел. — на менее одной трети в наблюдательном совета компании;

– при численности свыше 2000 чел. — не менее 50 % количественного состава наблюдательного совета.

Участие трудового коллектива в управлении корпорацией называется системой *ко-детерминации* или системой рабочего контроля. Кроме представительства наемных работников в наблюдательном совете, в немецких корпорациях создаются «советы предприятия» или «рабочие советы», которые способствуют товарной и технологической инновационности немецких корпораций.

Дело в том, что в условиях роста инновационности производственных процессов в корпорациях сотрудники вынуждены вкладывать инвестиции в собственное развитие с целью приобретения специ-

фических профессиональных навыков для деятельности внутри конкретной компании и которые вряд ли им могут пригодиться за ее пределами. Система ко-детерминации призвана в том числе защитить «инвестиции в себя». В основе взаимоотношений между администрацией компании и трудовым коллективом лежит идеология необходимости вырабатывать согласие, учитывать баланс интересов различных групп участников корпорации.

Требования к раскрытию информации в германской модели корпоративного управления достаточно серьезны. Обязательной к раскрытию является следующая информация: о финансовом положении и финансовых результатах деятельности корпорации; о структуре акционерного капитала; о лицах, которым принадлежат 5 % и более акций корпорации; о вознаграждении членов наблюдательного совета и правления; о лицах и организациях, которые будут проводить аудиторскую проверку деятельности корпорации; о предполагаемых изменениях в уставе компании; о предполагаемой реорганизации и др.

Таким образом, для германской (и в целом для континентальной, европейской) модели корпоративного управления характерна ориентация на долгосрочное взаимодействие всех участников корпорации, активное участие банков в финансировании инвестиционных решений промышленных корпораций, сохранение роли государства в социальной и внеэкономической политике.

Азиатская (японская) модель

Азиатская модель корпоративного управления реализуется в Японии, Южной Корее и ряде других стран Юго-Восточной Азии и сформирована как инсайдерская модель, которая похожа на германскую, но имеет некоторые национальные особенности.

Мы рассмотрим азиатскую модель на примере Японии. Для этого нужно сделать небольшой экскурс в историю. После окончания Второй мировой войны в период оккупации американскими политиками и экономистами была предпринята попытка уничтожения существовавшей ранее национальной модели и внедрения американской модели управления, при которой акционеры составляют основу корпорации. Однако традиции японского общества и японской экономики, которые основаны на идеях служения государству и императору, не позволили слепо скопировать предлагаемую модель корпоративного управления, а сформировали особую разновидность — японскую модель корпорации и корпоративного устройства.

Японское общество рассматривает корпорацию как один из элементов более крупных общественных и бизнес-образований, главная цель которых — служить интересам нации. Государство оказывало меры поддержки тем проектам, которые предлагались людьми, абсолютно преданными государственному служению, — самураями. Считалось, что представители других слоев общества могут преследовать корыстные цели, что идет вразрез с экономической идеологией страны.

Наиболее крупные промышленные корпорации и банки создавались государством, стратегически важные виды бизнеса также поддерживались государством, а затем приватизировались, продавались частному сектору. При этом крупные компании остаются связанными обязательствами с обществом и государством, они функционируют для достижения общественных целей, для тех, кто работает в компаниях, и для тех, кого компании обслуживают. С одной стороны, правительство во многом определяет промышленную политику Японии и контролирует деятельность корпораций. С другой стороны, национальный менталитет обусловливает приоритетное внимание к интересам общества, государства, трудового коллектива.

У населения и домохозяйств сформировался сберегательный тип экономического поведения, что, как и в германской модели, привело к тому, что трансформация сбережений в инвестиции осуществляется не через механизмы фондового рынка, а через посредничество банков. Как и в германской модели корпоративного управления, сильная роль банков объясняется тем, что они являются универсальными финансово-кредитными учреждениями и способны предоставлять населению и корпорациям широкий спектр услуг.

Финансовые возможности японских банков значительны. Поэтому банки и другие финансовые институты, в первую очередь страховые компании, составляют основу ключевых участников японских корпораций и вместе с промышленными корпорациями имеют статус коллективных акционеров (кейрецу). Кроме коллективных акционеров участниками корпорации являются индивидуальные акционеры, топ-менеджеры и другие заинтересованные лица.

Организационная структура японской корпорация построена по типу пирамиды: на верхнем уровне — небольшое число головных компаний, которые являются материнскими по отношению к тем компаниями, в уставном капитале которых они имеют преобладающий пакет акций; в свою очередь, эти дочерние компании владеют пакетами

акций тех компаний, которые находятся у них в подчинении и которые связаны с ними снабженческо-сбытовыми и технологическими процессами (условно их можно назвать «внучатыми компаниями»). И так далее. Все эти компании связаны перекрестным владением акциями. На нижнем уровне находятся ассоциативные компании. Крупные кейрецу включают до ста и более компаний. На вершине этой пирамиды находится ключевой банк, который выполняет функцию предоставления основных источников финансирования в целом для группы. Внутри группы имеется возможность аккумуляции значительных объемов финансовых ресурсов, поэтому широкое распространение получило взаимное кредитование.

Основой корпоративного сектора Японии являются шесть корпораций, которые представляют собой многоотраслевые экономические комплексы и носят название «сюданы»: Даичи Канге (Dai-ichi Kangyo), Мицубиси (Mitsubishi), Мицуи (Mitsui), Санва (Sanwa), Сумитомо (Sumitomo), Фуё (Fuyo).

Сюдан считается высшей формой интеграции компаний в Японии. Внутри каждого сюдана существует жесткая система контроля не только в финансовой, но и в производственной сфере. Как правило, кейрецу, входящие в сюдан, организованы вокруг системы взаимосвязанных технологий. Производство комплектующих изделий для технологически емкой продукции ведущие головные компании размещают только внутри своей группы, поэтому в японской корпорации выстраивается определенная и достаточно жесткая иерархия производственных компаний. Кроме того, в структуру корпорации входит торговая компания, которая выполняет функции единого снабженческо-сбытового центра. Каждый из сюданов старается сохранить рыночные позиции в тех отраслях народного хозяйства, в которых они являются ведущими. Государство поддерживает необходимый уровень конкурентной среды за счет прямых и косвенных мер поддержки национальных производителей.

Структура акционерного капитала японских корпораций, так же как и в германской модели корпоративного управления, высоко концентрирована. Более 70 % всего акционерного капитала принадлежит национальным институциональным собственникам. Доля иностранных инвесторов в составе акционеров японских корпораций не превышает 5 %.

Отметим, что фондовый рынок Японии достаточно развит, но ликвидность его невысока. В экономической литературе отмечается

сложность «входа» и «выхода» инвесторов из состава корпорации. Государство защищает корпоративный сектор от посягательств иностранных корпоративных инвесторов, принимая на законодательном уровне нормативные акты, запрещающие приобретение крупных пакетов акций, позволяющих установить контроль над корпорацией. К тому же национальные традиции и ценностные установки играют для участников корпоративных отношений более значимую роль, чем рост курсовой стоимости акций и их движение между потенциальными владельцами.

Структура совета директоров японских компаний формально повторяет американский аналог. Он считается унитарным, так как в нем также не разделены функции управления и контроля, как это принято в германской модели. Однако советы директоров очень многочисленны и могут состоять из 50 членов. Качественно состав советов директоров отличается и от американской модели, и от германской. В нем практически отсутствуют независимые директора. Большинство членов совета директоров — исполнительные директора, высший топ-менеджерский и управленческий персонал. Если члены совета директоров не являются менеджерами корпорации, то, как правило, представляют ключевой банк или промышленную компанию, которая входит в сюдан. Законодательно закреплена практика назначения отставных высших государственных чиновников в совет директоров корпорации. В отличие от германской модели, в японских корпорациях отсутствует представительство организованных работников в качестве членов совета директоров. Значимую роль в японской модели корпоративного управления играют неформальные связи, клановые и кастовые отношения, которые устанавливаются и развиваются между высшими руководителями кейрецу и сюданов через систему клубов, союзов, профессиональных ассоциаций, на заседаниях которых можно обсудить общую политику группы, вопросы назначений на работу, разрешить деловые споры.

Требования к раскрытию информации в японских корпорациях также достаточно жесткие. Годовые отчеты и материалы к годовому общему собранию акционеров должны быть доступны всем акционерам. Компании раскрывают следующую информацию, необходимую собственникам и другим заинтересованным лицам: финансовую информацию, сведения о структуре капитала, предполагаемые изменения и дополнения в устав компании, данные о предполагаемых сделках по слиянию, подробные сведения о членах совета директоров

и кандидатах в совет директоров, сведения о вознаграждении исполнительных директоров и членов совета директоров, название аудиторской компании, которая приглашена для проверки результатов деятельности компании.

Таким образом, базовые составляющие азиатской (японской) модели корпоративного управления соответствуют инсайдерской модели, которая ориентирована на стабильность и устойчивость интегрированных корпоративных структур, учитывает интересы государства, общества и ключевых участников корпорации.

Формирование российской модели корпоративного управления

Российская модель корпоративного управления характеризуется рядом особенностей, связанных с тем, что в самом начале рыночных преобразований она формировалась по аналогии с англо-американской моделью, но в процессе реализации приобрела черты германской и японской моделей. Предполагалось, что приватизационные процессы послужат стимулом для развития фондового рынка, механизмом трансформации сбережений населения и домохозяйств в инвестиции, а сам фондовый рынок будет эффективно выполнять одну из своих основных функций — аккумулирование временно свободных денежных средств населения, хозяйствующих субъектов, государства и их перераспределение между отраслями экономики.

Однако говорить о том, что эта задача решена, преждевременно. Тому есть несколько причин:

– невысокая степень рыночности экономических отношений, которая к тому же значительно различается между отраслями экономики и в региональном аспекте. Следует добавить, что государство не только сохранило свои позиции, но и существенно их усилило. Государство, как мы отмечали ранее, почти в каждой крупной компании имеет блокирующий или контрольный пакет акций, а в ряде компаний сохранило за собой полный контроль. Усиление роли государства проявляется через законодательные и исполнительные органы власти, расширение присутствия на рынке компаний с государственным участием, усиление их позиций на конкурентном рынке;

– национальный менталитет населения и домохозяйств, которые традиционно возлагают ответственность за уровень своего благосостояния на государство, ожидают от него решения вопросов, связанных с повышением качества жизни, ростом доходов, получением со-

циальных благ, и одновременно сохраняют недоверие к государственным органам. Тип экономического поведения сформировался как сберегательный, а не предпринимательский. Поэтому среди основной массы населения до сих пор преобладает интерес к вложению денежных средств в банковские продукты, а не инструменты финансового рынка. Именно посредством банков осуществляется трансформация их сбережений в инвестиции. Справедливости ради надо отметить, что число инвесторов — физических лиц, совершающих операции на фондовом рынке, кратно выросло. Серьезным препятствием для более активного присутствия населения и домохозяйств на финансовом рынке является низкая норма накоплений.

Завершившиеся приватизационные процессы привели к тому, что в России сформировался и доминирует коллективный собственник. Распылить акции крупных компаний между трудовым коллективом, менеджерами и внешними инвесторами не удалось. Используя внутреннюю инсайдерскую информацию, возможности осуществления фактического контроля над деятельностью приватизированных предприятий, директорский корпус большинства таких предприятий смог сформировать значительный пакет акций, чаще всего блокирующий, для установления контроля над вновь образованными акционерными обществами, что позволило снизить влияние внешних инвесторов. Кроме того, игнорирование экономических интересов миноритарных акционеров, их невозможность влиять на принимаемые решения относительно деятельности компаний привели к тому, что держатели мелких пакетов «сбросили» акции на фондовый рынок, где они были скуплены теми акционерами, которые стремились установить контроль над бизнес-единицами.

В результате в российском корпоративном секторе сформировалась высококонцентрированная акционерная собственность. Владельцы или представители владельцев крупных пакетов акций стали активно участвовать в оперативном управлении компаниями, т. е. функции владения и управления стали совмещаться. В составе ключевых участников российских корпораций мажоритарные акционеры, топ-менеджмент, совет директоров.

Для российской модели корпоративного управления, так же как и для германской, характерно сращивание финансового и промышленного капитала, которое носит олигархический характер. Еще при проведении залоговых аукционов или кредитования компаний под залог акций банки получили контроль над частью предприятий ре-

ального сектора экономики. Отрасли экономики были условно разделены на сферы влияния между отдельными интегрированными бизнес-группами и представителями властных структур, между которыми идет постоянная конкурентная борьба за сохранение позиции корпораций на товарном рынке, за получение относительно дешевых банковских ресурсов и бюджетных средств.

В этих условиях банки существенно снизили способность реализовать функционал финансовой инфраструктуры, поскольку свободный перелив капиталов между олигархическими группами затруднен. Несмотря на то что компании, входящие в олигархические группы, имеют возможность финансировать свои инвестиционные решения за счет банковского кредитования входящих в группы кредитных институтов, до сих пор сохраняется тенденция финансирования компаниями своей деятельности за счет внутренних источников.

Практика перекрестного владения акциями в России пока не сформировалась, так как многие российские предприятия вошли в состав жестко интегрированных вертикальных структур холдингового типа, в которых корпоративный контроль сосредоточен в материнской компании и все подчинено реализации целей и задач холдинга в целом. Присутствие банковского капитала в структуре собственности российских компаний существенно меньше, чем в германских или японских корпорациях. Тем не менее череда экономических кризисов, затронувших российские компании, привела к тому, что банки начали более активно вовлекаться в процессы управления кредитуемыми субъектами при проведении реструктуризации просроченной задолженности, ее конвертации в эмиссионные ценные бумаги, управлении залоговым имуществом и т. д. Следует помнить, что заниматься таким видом деятельности могут только обособленные подразделения банков, поэтому роль управляющих компаний в экосистемах крупных банков будет расти.

Учитывая вышесказанное можно отметить, что в нашей стране в данный момент реализуется инсайдерская модель, характеризующаяся значительным влиянием государства на корпоративный сектор, слабостью рыночных механизмов корпоративного управления, концентрацией собственности, преобладанием банковского кредитования вместо привлечения ресурсов через механизмы финансового рынка, высоким уровнем интеграционных процессов в экономике.

В табл. 10.3 приведены систематизированные характеристики рассмотренных в данной главе моделей корпоративного управления.

Таблица 10.3

Основные характеристики моделей корпоративного управления

Характеристика	Англо-американская модель	Немецкая модель	Японская модель	Российская модель
1. Основные участники	Акционеры, директора, менеджеры	Банки, корпорации, управляющие	Банки, кейрецу, управляющие, правительство	Акционеры, директора, менеджеры
2. Механизм взаимодействия основных участников	Треугольник корпоративного управления	Двухпалатное правление, состоящее из наблюдательного и исполнительного советов	Шестиугольник корпоративного управления	Треугольник корпоративного управления
3. Структура владения акциями	30 % — индивидуальные инвесторы, 40 % — пенсионные фонды, 8 % — взаимные фонды, 20 % — прочие	Банки и корпорации контролируют более 60 % акционерного капитала	Финансовые институты контролируют 39,3 % акций, нефинансовые организации — 24,2 %, индивидуальные владельцы — 25,5 %, иностранцы — 10 %	35 % — трудовые коллективы, 16 % — высший менеджмент, 32 % — внешние инвесторы, 13 % — мелкие внешние инвесторы, 4 % — государство
4. Состав совета директоров (СД) / наблюдательного совета)	В состав СД входят «внутренние» и независимые директора. Председателем СД и генеральным директором является одно и то же лицо. Численность — 13–15 чел.	В составе наблюдательного совета: 30 % мест у акционеров, 50 % — у служащих, 20 % — у прочих	СД японских корпораций практически полностью состоит из внутренних участников. Численность — 50 чел.	В составе СД представители как внутренних, так и внешних акционеров. Численность — 7 чел. (для ОАО с числом акционеров более 1 тыс. чел.) или 9 чел. (с числом акционеров более 10 тыс. чел.)

Продолжение табл. 10.3

Характеристика	Англо-американская модель	Немецкая модель	Японская модель	Российская модель
5. Требования к раскрытию информации	Для акционеров раскрывается следующая информация: финансовая информация; данные о структуре капитала; справка о прежней деятельности назначаемых директоров (включая имена, занимаемые должности, отношения с компанией, владение акциями в компании); размер зарплаты, выплачиваемой исполнительным директорам, а также сведения о выплате вознаграждения каждому из пяти наиболее высокооплачиваемых руководителей (их имена указываются); данные о всех акционерах, владеющих свыше 5 % акционерного капитала; сведения о возможном слиянии и реорганизации, предполагаемых изменениях и допол-	Для акционеров раскрывается следующая информация: финансовая информация; данные о структуре капитала; ограниченные сведения о каждом кандидате в наблюдательный совет (с указанием имени и фамилии, адреса, места работы и занимаемой должности); сведения о вознаграждениях, выплачиваемых членам правления и наблюдательного совета; данные об акционерах, владеющих более чем 5 % акций корпорации; информация о возможном слиянии или реорганизации; предлагаемые изменения и дополнения к уставу, а также имена лиц и (или) названия компаний, приглашаемых для аудиторской проверки.	Для акционеров раскрывается следующая информация: финансовая информация; данные о структуре капитала; сведения о каждом кандидате в совет директоров (включая имена и фамилии, занимаемые должности, отношения с корпорацией, владение акциями корпорации); данные о вознаграждениях, выплачиваемые исполнительным работникам и членам совета директоров; сведения о предлагаемых слияниях и реорганизации; предлагаемые изменения и дополнения к уставу; имена лиц и (или) названия компаний, приглашаемых для аудиторской проверки. Финансовая информация раскрывается каждые	Для акционеров раскрывается следующая информация: годовой отчет; отчет ревизионной комиссии или аудитора; сведения о кандидатах в совет директоров и ревизионную комиссию; проект поправок к уставу (если они выносятся на обсуждение общего собрания акционеров). Информация раскрывается один раз в год

Продолжение табл. 10.3

Характеристика	Англо-американская модель	Немецкая модель	Японская модель	Российская модель
	нениях в уставе, а также имена лиц и (или) названия компаний, приглашаемых для аудиторской проверки. Финансовая отчетность раскрывается ежеквартально. Данные о вознаграждениях директорам и менеджерам предоставляются индивидуально по каждому лицу	Финансовая информация раскрывается каждое полугодие. Акционерам предоставляются данные о совокупном вознаграждении директорам и менеджерам	полгода. Акционерам предоставляются данные о совокупном вознаграждении директорам и менеджерам	
6. Действия, требующие одобрения акционеров	Обязательного одобрения акционеров требуют: избрание директоров и назначение аудиторов; составление и применение плана выпуска опционов на приобретение акций служащими и руководством; слияния и поглощения; реорганизация; изменения и дополнения к уставу корпорации	В компетенцию акционеров входят: распределение чистого дохода; утверждение решений правления и наблюдательного совета за прошедший финансовый год; выборы наблюдательного совета; назначение аудиторов; решение об осуществлении затрат; сотрудничество с филиалами; изменения устава; повышение верхнего предела вознаграждения членам наблюдательного совета	Одобрения акционеров требуют следующие вопросы: выплата дивидендов; распределение средств; выборы совета директоров; назначение аудиторов; изменение величины уставного капитала; принятие поправок к уставу; выплата выходных пособий директорам и аудиторам; повышение верхнего предела вознаграждения директорам и аудиторам; вопросы слияния, поглощения, реорганизации	В компетенцию акционеров российских АО входят: выборы совета директоров; одобрение распределения чистой прибыли; выборы ревизионной комиссии; одобрение кандидатуры аудитора; принятие поправок к уставу; вопросы ликвидации или реорганизации АО

Окончание табл. 10.3

Характеристика	Англо-американская модель	Немецкая модель	Японская модель	Российская модель
7. Взаимоотношения между участниками	Вопросы взаимоотношения акционеров четко определены. Осуществляется многосторонний мониторинг деятельности корпораций (в том числе благодаря развитому рынку ценных бумаг). Присутствие акционеров на общем собрании не является обязательным (могут голосовать по доверенности и по почте)	Корпоративная система ориентирована на основных участников. На постоянной основе осуществляется преимущественно банковский мониторинг деятельности корпораций. Банки, будучи депозитариями, имеют право голосовать на собраниях акциями по доверенности акционеров. Голосовать по почте невозможно	Механизм взаимодействия между основными участниками корпоративной модели способствует укреплению отношений между ними. Преобладает банковский и межкорпоративный мониторинг деятельности. Акционеры могут присутствовать на собраниях лично, голосовать по доверенности или по почте	Механизм взаимодействия между основными участниками определен законодательно (но часто не соблюдается на практике). Мониторинг деятельности АО пока не совершенен. Акционеры могут присутствовать на собраниях лично, голосовать по доверенности или по почте

Примечание. Сост. по: *Ткаченко И. Н.* Корпоративное управление: учеб. пособие. Екатеринбург: УрГЭУ, 2018. С. 41–44.

Подводя итоги данной главы, можно сделать вывод, что в мировой экономике сформировались базовые модели корпоративного управления, которые адаптируются под характерные национальные черты и традиции ведения бизнеса. Однако большинство исследователей считает, что в условиях глобализации товарных и финансовых рынков и повышения информационной прозрачности экономических отношений процесс видоизменения и сближения моделей будет активизироваться в целях снижения трансакционных издержек в корпоративном секторе.

Вопросы для самопроверки

1. В чем принципиальные различия между аутсайдерской и инсайдерской моделями корпоративного управления?
2. Назовите основные черты англо-американской модели корпоративного управления.
3. Назовите основные черты германской модели корпоративного управления.
4. Если германская и японская модели корпоративного управления являются инсайдерскими, то какие между ними существуют различия?
5. Какие специфичные национальные черты присущи российской модели корпоративного управления?

Литература по теме

Динамика корпоративного развития / В. Ж. Дубровский, О. А. Романова, А. И. Татаркин и др. М.: Наука, 2004. 502 с.

Ивашковская И. В. Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стейкхолдерский подход: монография. 2-е изд. М.: ИНФРА-М, 2016. 320 с.

Кодекс корпоративного управления. Одобрен Банком России 21 марта 2014 г.

Мецгер А. А., Первушина А. В. Корпоративное управление: учеб. пособие для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. Екатеринбург: Гуманитарный ун-т, 2011. 768 с.

Принципы корпоративного управления ОЭСР / ОЭСР. Париж, 1999. 37 с.

Ткаченко И. Н. Корпоративное управление: учеб. пособие. Екатеринбург: УрГЭУ, 2018. 190 с.

Трансформация моделей корпоративного управления в новых экономических реалиях: материалы Междунар. науч.-практ. конф. (Екатеринбург, 20 ноября 2020 г.) / науч. ред. И. Н. Ткаченко; отв. за вып. М. В. Евсеева. Екатеринбург: УрГЭУ, 2020. 202 с.

Основные термины

Корпоративное управление — система механизмов управления и контроля, принятия управленческих решений, которые позволяют преодолеть проблемы объединения участников предпринимательской деятельности и их взаимоотношений с внешней средой с целью максимизации положительных эффектов данного объединения.

Узкая трактовка концепции корпоративного управления — предполагает, что основными участниками объединения являются собственники, инвесторы, акционеры, т. е. физические и юридические лица, которые объединили принадлежащие им финансовые капиталы, сформировали уставный капитал компании и тем самым позволили ей существовать как независимому хозяйствующему субъекту.

Широкая трактовка концепции корпоративного управления — подразумевает, что участниками корпорации являются не только акционеры, инвесторы, собственники бизнеса, но и наемные работники, топ-менеджеры и менеджеры, бизнес-партнеры, кредиторы, государственные и местные органы власти, финансовые посредники и другие стейкхолдеры, т. е. широкий круг заинтересованных в деятельности корпорации лиц.

Мягкая форма интеграции — взаимосвязи между компаниями строятся как партнерские, объединение осуществляется чаще всего на временной основе, т. е. носит срочный характер.

Жесткая форма интеграции — объединение участников совместного бизнеса, осуществляемое на основе установления прямого контроля над ними, а не на основе партнерских отношений.

Опцион эмитента — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и (или) при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента.

11 Основные виды корпоративных структур, их характеристика

11.1. Классификация корпоративных структур

Классической формой корпоративной структуры является акционерное общество, эффективность деятельности которого обусловлена следующим:

1) акционерное общество представляет собой форму объединения (концентрации) капитала, которая создает условия для расширенного воспроизводства. В рамках объединения прежде всего решается проблема взаимоотношений акционеров и топ-менеджеров компании, т. е. проблема защиты прав и интересов владельцев капитала, который они предоставили в целях ведения совместного бизнеса, а также проблема учета интересов всех групп стейкхолдеров — участников корпорации;

2) отсюда вытекает возможность удовлетворения экономических интересов собственников в получении индивидуального дохода. Размер индивидуального дохода акционера определяет размер его инвестиционного вклада, т. е. размер пакета принадлежащих ему акций;

3) не меньшее значение имеет нежелание инвесторов нести предпринимательские риски при ведении совместного бизнеса. Поскольку корпорация функционирует независимо от своих собственников, являясь самостоятельным хозяйствующим субъектом, акционеры не отвечают по долгам и обязательствам корпорации. Их ответственность, как и в случае получения индивидуального дохода, ограничена размером принадлежащих им акций. Эта ограниченная ответственность получит отражение в случае ликвидации акционерного общества. При ликвидации или банкротстве корпорации удовлетворение требований многочисленных кредиторов будет приоритетным,

а оставшаяся часть ликвидационной стоимости компании (при условии, что она останется) будет возвращена собственникам-акционерам пропорционально количеству находящихся в их владении акций;

4) в акционерном обществе функции владения отделены от функции управления. Как было сказано ранее, при учреждении акционерного общества собственники бизнеса — владельцы капиталов на общем собрании акционеров передают часть полномочий по управлению компанией наемным профессиональным управляющим, которые способны снизить издержки по управлению компанией.

В табл. 11.1 приведены основные преимущества и недостатки функционирования акционерного общества как классической корпорации.

Таблица 11.1

Преимущества и недостатки акционерного общества как классической формы корпорации

Преимущества	Недостатки
1. Возможность формирования значительных объемов капитала за счет привлечения средств от большого числа лиц, в том числе физических. 2. Стабильность и устойчивость акционерного общества, не зависящая от изменения состава акционеров. 3. Возможность освоения сложных технологий, реализации капиталоемких и долгосрочных инвестиционных проектов и программ. 4. Профессиональное управление, обеспечиваемое наемным менеджментом. 5. Наиболее широкий спектр доступных источников финансирования, в том числе посредством выпуска эмиссионных и неэмиссионных ценных бумаг. 6. Возможность осуществления эффективного рыночного перераспределения финансовых ресурсов в экономике через покупку-продажу акций в различных корпорациях. 7. Распределение прибыли среди большого числа участников, что способствует повышению уровня благосостояния общества и его акционеров	1. Жесткий контроль и регулирование со стороны государства, что влечет за собой более строгие требования к процедурам учреждения общества, различным корпоративным действиям, необходимость несения дополнительных издержек. 2. Повышенные требования к обязательному раскрытию корпоративной информации, которые влекут за собой дополнительные издержки, а могут привести к потерям коммерческой конфиденциальности. 3. Возможность потери контроля над обществом, поскольку продажа акций и формирование контроля не ограничены. 4. Специфические проблемы акционерного общества, связанные с контролем деятельности топ-менеджеров, необходимостью учета интересов различных групп акционеров и стейкхолдеров. 5. Утрата определенной гибкости и оперативности, что обусловлено не только требованиями законодательства, но и необходимостью защиты прав акционеров и кредиторов.

Окончание табл. 11.1

Преимущества	Недостатки
	6. В отличие от партнерств (товариществ) и индивидуальных предприятий, прибыли корпорации облагаются корпоративным налогом, что снижает итоговую рентабельность инвестиций для ее акционеров

Примечание. Сост. по: *Мецгер А. А., Первушина А. В.* Корпоративное управление: учеб. пособие для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. Екатеринбург: Гуманитарный ун-т, 2011. С. 106–107.

Наличие перечисленных в табл. 11.1 недостатков акционерного общества как классической формы корпорации приводит к пониманию того, что не во всех случаях эта форма организации бизнеса будет эффективной (например, если потребуется временное объединение ресурсов или видов предпринимательской деятельности на особых договорных условиях с учетом значимости прогнозируемого для реализации проекта или народно-хозяйственной задачи для самой компании и экономики страны в целом).

Практика ведения бизнеса привела к созданию и динамическому развитию разнообразных интегрированных корпоративных структур, которые представлены различными организационными формами, позволяющими решать экономические задачи с учетом бизнес-ситуации, интересов участников объединения и социального окружения. Создание интегрированных корпоративных структур (ИКС) послужило реакцией на вызовы экономики. Можно сказать, что процессы, происходящие в рыночной среде, привели к необходимости объединения отдельных независимых компаний.

Обобщив подходы к классификации интегрированных бизнес-структур по различным критериям отнесения к конкретному типу, встречающиеся в экономических публикациях, можно предложить классификацию корпораций по следующим признакам:

1) *по географии присутствия:*

– локальные;

– региональные;

– национальные;

– транснациональные;

2) *по отраслевой принадлежности:*

– моноотраслевые;

– многоотраслевые;

– вертикальные;
– горизонтальные;
– конгломеративные;
3) *по масштабам функционирования:*
– мелкие;
– средние;
– крупные;
– мегакорпорации;
4) *по составу участников:*
– сырьевые;
– производственные;
– торговые;
– аграрные;
– финансовые;
– смешанные;
5) *по устойчивости взаимосвязей:*
– краткосрочные;
– долгосрочные;
– бессрочные;
6) *по признаку регистрации:*
– подлежащие обязательной регистрации;
– не подлежащие регистрации;
7) *по степени консолидации:*
– компании, входящие в объединение, полностью независимы;
– компании, входящие в объединение, независимы в сфере управления;
– функции управления переданы от одних участников объединения другим;
8) *по способу консолидации:*
– созданные путем приобретения активов;
– созданные путем смены контроля;
9) *по степени жесткости внутренних связей:*
– жесткие формы интеграции (холдинг, концерн, трест);
– мягкие формы интеграции (картель, консорциум, синдикат, стратегический альянс);
10) *по видам деятельности:*
– коммерческие;
– некоммерческие;
11) *по структуре управления:*
– функциональные;

– линейные;
– дивизионные;
– матричные;
12) *по типу объединения капиталов:*
– созданные на имущественной основе;
– созданные на договорной основе.

Подчеркнем, что приведенная классификация не является исчерпывающей. В практической деятельности встречается разнообразное переплетение организационных форм и признаков интеграции. С позиции изучения корпоративных финансов наибольший интерес, с нашей точки зрения, вызывает классификация интегрированных корпоративных структур, создаваемых по типу объединения капиталов, поэтому в следующих параграфах данной главы мы остановимся на рассмотрении особенностей функционирования, преимуществ и недостатков интегрированных корпоративных структур, созданных на имущественной и на договорной основе.

Вопросы для самопроверки

1. Что дает основания считать акционерное общество классической формой корпорации?
2. Какие преимущества присущи акционерному обществу?
3. Какие недостатки присущи акционерному обществу?
4. Назовите основные классификационные признаки корпораций.
5. Почему с точки зрения корпоративных финансов важен такой признак классификации, как тип объединения капиталов?

11.2. Виды интегрированных корпоративных структур, созданных на имущественной основе

В этом параграфе мы охарактеризуем виды интегрированных корпоративных структур, наиболее часто функционирующих в зарубежной и отечественной практике, взяв в качестве критерия классификации признак объединения капиталов. Первая группа ИКС — это объединения, созданные на имущественной основе (рис. 11.1).

Холдинг — это объединение, в котором организация, имеющая статус материнской (головной) компании, владеет контрольным пакетом акций других компаний, являющихся дочерними по отношению к головной компании, и осуществляет по отношению к ним управлен-

Рис. 11.1. Интегрированные структуры, созданные на имущественной основе

ческие и контрольные функции. Контрольный пакет акций позволяет материнской компании обеспечивать безусловное право принимать решения относительно деятельности дочерней компании на общих собраниях акционеров или собраниях пайщиков (если речь идет о такой организационно-правовой форме, как общество с ограниченной ответственностью). Материнская компания может проводить единую производственную, инвестиционную, финансовую политику в интересах интегрированной корпоративной структуры и осуществлять контроль над соблюдением экономических интересов группы в целом. При этом дочерним компаниям гарантируется их юридическая и оперативная самостоятельность, если она не препятствует осуществлению стратегического управления и единой политики развития холдинга.

Холдинговая компания — это звено «системы участия», при помощи которой формально независимые компании, каждая из которых может иметь капитал, намного больший, чем у материнской компании, подчиняются именно ей. На практике единая политика холдинга определяется интересами обладателя контрольного пакета акций в ущерб интересам держателей более мелких пакетов акций. Зачастую материнские компании, создавая холдинговую структуру, осуществляют процесс выделения (вычленения) дочернего общества, при этом наделяют его минимально допустимым уставным капиталом. Чтобы такая дочерняя компания могла осуществлять производственно-хозяйственную деятельность, материнская компания передает ей необходимое имущество в аренду. Незначительный размер и невысокая стоимость имущества препятствуют получению такими компаниями кредитов, займов, инвестиций с финансового рынка, поскольку в качестве обеспечения долговых обязательств должно выступать именно имущество компании. Холдинговая компания выступает по отношению к дочерним структурам в основном в качестве финансового инвестора: передает денежные средства в уставный капитал, предоставляет заемный капитал, осуществляет целевое финансирование проектов, реализуемых в интересах как дочерней компании, так и интегрированной группы в целом. Вторым вариантом построе-

ния холдинга является образование новых акционерных обществ, при этом контрольные пакеты акций вновь созданных компаний остаются во владении и управлении материнской компании.

На рис. 11.2 представлена классификация холдингов.

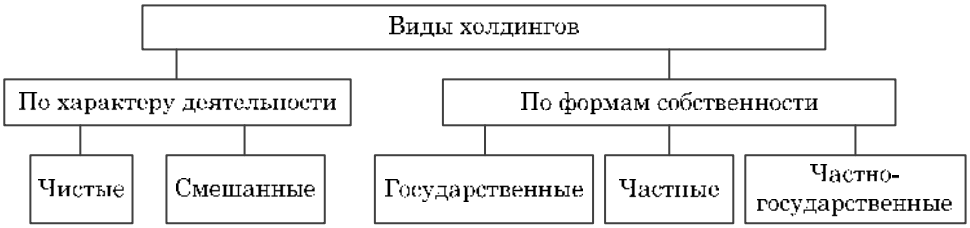

Рис. 11.2. Классификация холдингов

По характеру деятельности различают чистые и смешанные холдинги. *Чистые холдинги* создаются только для реализации функции владения акциями дочерних компаний и функции контроля и управления по отношению к ним. *Смешанные холдинги*, помимо функции владения и функции управления дочерними компаниями, могут сами заниматься предпринимательской деятельностью в отраслях промышленности, торговли, строительства, транспорта, финансово-инвестиционной и банковской сфере и др. Как показывает практика, особенно эффективными являются холдинги, созданные в отраслях, являющихся естественными монополиями, в отраслях с высокой концентрацией капитала и производства, а также в тех, где компании объединены производственно-технологическим циклом или тесными снабженческо-сбытовыми связями.

По формам собственности выделяются:

– *государственные холдинги*, которые создаются для реализации задач в национальной экономике (например, в целях реорганизации отраслей промышленности; реализации национальных проектов и национальных программ по модернизации производства; развитию инновационных и инфраструктурных проектов; завоеванию рынков сбыта и занятию сегментов товарного рынка в зарубежных странах и т. д.);

– *частные холдинги*, которые создаются путем объединения денежных средств и финансовых ресурсов юридических лиц, функционирующих в частно-правовой форме. Следует иметь в виду, что деятельность на товарном и финансовом рынках и государственных, и частных холдинговых компаний регулируется одними и теми же законодательными нормами;

– *частно-государственные* или *смешанные холдинги*, которые представляют собой корпоративную структуру, в которую в качестве акционера (в том числе контролирующего) входит государство.

Кроме той классификации, которая приведена выше, в экономической литературе встречаются и другие критерии, в соответствии с которыми можно классифицировать холдинги. Например: по формам производственной интеграции — горизонтальный и вертикальный; по реализации функций основной компании — финансовый и управляющий; по территории, где функционирует холдинг, — национальный и транснациональный; наличие «системы участия» позволяет выделить основной холдинг и субхолдинг и т. д.

В табл. 11.2 систематизированы основные преимущества и недостатки функционирования холдинговых образований.

Таблица 11.2

Преимущества и недостатки функционирования холдингов

Преимущества	Недостатки
1. Более простой и менее дорогостоящий способ создания и получения контроля над другими компаниями. 2. Учет мнения и добровольности вступления в холдинговую структуру со стороны дочерних компаний и предоставление им оперативной самостоятельности. 3. Возможность вхождения на зарубежные рынки через создание дочерних компаний под юрисдикцией иностранных государств. 4. Облегчение осуществления международных расчетов в деятельности холдинга и более эффективного движения международного капитала. 5. Объединение финансовых ресурсов для инновационной деятельности и НИОКР. 6. Разработка и введение единых информационных технологий и стандартов в рамках холдинга. 7. Консолидация финансовой отчетности для оптимизации налогообложения группы	1. Монополистический характер объединения, стремление занять господствующее положение на конкурентном сегменте рынка. 2. Усиление контроля над деятельностью компаний, входящих в холдинг. 3. Поддержка низкорентабельных производств и нерентабельных компаний за счет доходов других входящих в холдинг структур. 4. Сложности в обеспечении контроля над перераспределением денежных фондов и финансовых ресурсов между многочисленными компаниями холдинга. 5. Необходимость привлечения значительного количества высокопрофессиональных управляющих. 6. Игнорирование экономических интересов большинства участников, имеющих мелкие пакеты акций, меньшинством участников, обладающим контрольным пакетом

В качестве холдинговых структур можно привести такие известные корпорации, как «КАМАЗ» и «Группа ГАЗ» в автомобильной про-

мышленности; «Юг России» и «РусАгро» в агропромышленном комплексе, «Мечел», «Норникель» и «НЛМК» в металлургической промышленности и в сфере горной добычи; на Урале успешно функционируют Русская медная компания, УГМК-холдинг, Группа СИНАРА и ряд других.

Следующим видом корпоративного образования на имущественной основе выступает концерн. *Концерн* — это объединение предприятий и фирм в единое целое, где материнская компания владеет контрольным пакетом акций входящих в концерн юридически самостоятельных структур, связанных между собой финансовыми, кредитными, научно-техническими, патентно-лицензионными отношениями, тесным производственным сотрудничеством, внешнеэкономической деятельностью. В концерне так же, как и в холдинге, выделяют материнскую (головную) компанию, роль которой состоит не только в обеспечении финансового контроля над интегрированными хозяйствующими субъектами, но и в осуществлении собственной производственной деятельности. Специфика концерна как интегрированной корпоративной структуры состоит в том, что внутри него создаются устойчивые производственно-хозяйственные связи, обеспечивается жесткая централизация финансовых ресурсов, инвестиций, капиталовложений и НИОКР. В то же время оперативно-хозяйственная самостоятельность компаний, входящих в концерн, сохраняется, что способствует обеспечению гибкости по отношению к внешней среде.

В концерне, равно как и в холдинге, управление финансовой деятельностью осуществляется на уровне центрального аппарата, поскольку этим обеспечивается возможность, с одной стороны, принятия стратегически важных для объединения решений, а с другой — получения синергетического эффекта от масштаба производства, в частности:

– возможность банковского кредитования в большем объеме и с меньшей стоимостью обслуживания заемного капитала, чем если бы за получением банковской ссуды обратились участники концерна;

– минимизация финансовых расходов при централизации управления (даже если брать в расчет только сокращение числа высокопрофессиональных и высокооплачиваемых финансовых менеджеров);

– обеспечение координации в области управления финансовыми ресурсами и денежными потоками за счет разработки и внедрения унифицированных стандартов финансовой информации и ее централизации в головной компании концерна.

Концерны бывают *отраслевыми*, т. е. объединяющими компании, работающие на одном сегменте товарного рынка и выпускающие сходную продукцию, и *межотраслевыми*, объединяющими компании разной специализации, но находящиеся в устойчивых корпоративных связях.

В качестве примера можем привести концерн «Калашников», концерн «Калина», Газпромбанк, торговую компанию «Лента» и др.

Интересным для рассмотрения является такой вид интегрированной корпоративной структуры, как конгломерат. *Конгломерат* — это корпоративная структура, которая создана в результате слияния и присоединения разнородных компаний, не связанных между собой ни производственно-технологическим процессом, ни снабженческо-сбытовыми связями, но находящихся под единым централизованным финансовым контролем. Это своего рода замкнутый рынок капитала, который функционирует с целью диверсификации активов и операций головной корпорации и ее дочерних и зависимых компаний.

Входящие в состав конгломерата компании юридически, производственно, коммерчески, финансово самостоятельны, они обладают гораздо большей автономией в своей деятельности, чем компании, входящие в другие виды интегрированных корпоративных структур, также созданных на имущественной основе. Рычагами управления являются не столько административно-управленческие методы, сколько финансово-экономические. Стоящая во главе конгломерата компания осуществляет косвенное регулирование деятельности структурных подразделений. Как правило, это крупная финансово-инвестиционная компания, которая является особым центром в структуре конгломерата. Цель создания конгломерата — обеспечение большей финансовой устойчивости, снижение риска убытков от циклических и структурных колебаний, укрепление конкурентных позиций в борьбе за рынки товаров и услуг, стремление получить доступ к новым ресурсам и технологиям. Стратегические цели и задачи, направления развития группы находятся в ведении головной компании, а участники конгломерата в процессе своей деятельности должны самостоятельно обеспечивать рентабельность бизнеса.

В табл. 11.3 представлены основные преимущества и недостатки такой формы интеграции бизнеса, как конгломерат.

Примерами конгломератов могут послужить «Росатом» и «Роснано», являющиеся государственными корпорациями, ПАО «Сбер», СИБУР. Объединенные машиностроительные заводы (Уралмаш-Ижора), АФК «Система» и др. Например, АФК «Система» была создана

еще в 1993 г., направления деятельности этой группы разнородны: телекоммуникации, торговля, сельское хозяйство, лесопереработка, высокие технологии, банковские услуги, недвижимость, медицинские услуги, гостиничный бизнес и др. В экономической литературе к интегрированным бизнес-группам относят, как правило, те, у которых объем продаж за год не менее 1 млрд долл., а у АФК «Система» объем продаж в 2020 г. составил почти 7 млрд долл.

Таблица 11.3

Преимущества и недостатки функционирования конгломерата

Преимущества	Недостатки
1. Объединение бизнесов компаний, никак не связанных между собой и с головной компанией технологическим циклом, целями отраслевой деятельности. 2. Сохранение в большей степени юридической, производственной, коммерческой автономии от головной компании. 3. Децентрализация управления в конгломерате, которая осуществляется экономическими, а не административными методами. 4. Наличие в составе конгломерата финансового центра, представленного крупными финансово-инвестиционными компаниями, имеющими большой опыт в управлении финансовыми активами и возможности привлечения капиталов с финансового рынка	1. Чрезмерная диверсификация капитала, активов, операций, что снижает конкурентоспособность товаров и услуг, выпускаемых компаниями, входящими в конгломерат. 2. Возникновение взаимных претензий внутри конгломерата по поводу уровня трансфертных цен. 3. Изменение статуса и снижение мотивации наемных управляющих при смене собственников в случае вхождения компании в конгломерат. 4. Необходимость аккумуляции значительных финансовых ресурсов для осуществления сделки по поглощению компании (с целью включения в состав участников конгломерата) и выплата премии ее менеджерам и собственникам

В завершение данного параграфа рассмотрим еще один вид корпоративного объединения. *Трест* — объединение участников бизнеса, которые полностью теряют свою юридическую, производственную, коммерческую, финансовую самостоятельность и становятся структурными подразделениями корпорации, при этом рыночные отношения между участниками перерастают во внутрифирменные. Трест считают самой жесткой формой интеграции, которой присущи недостаточные темпы развития, слабый интерес к внедрению инноваций, проведение политики управления, не учитывающей в полной мере интересы участников объединения. В свое время цель объединения предприятий и организаций в тресты была связана с желанием перейти от неопределенности и рисков рынка к детерминированности внутрифирменных отношений. Наиболее крупные американские кор-

порации, в числе которых «Дженерал Моторс», «Дженерал Электрик», «Стандарт Ойл» и ряд других, функционировали именно как тресты. В частности, первый в мире трест был создан известным американским миллиардером Рокфеллером в 1879 г. на базе его компании «Стандарт Ойл». В тресте все объединяемые компании подчиняются одной головной компании. Общая прибыль треста распределяется в соответствии с долевым участием отдельных подразделений.

В настоящее время такая форма интеграции встречается все реже. В нашей стране в большинстве случаев слово «трест» сохранилось в названиях компаний, которые, по сути, превратились в классические корпорации — акционерные общества. Тем не менее в качестве примера можем привести Трест КХМ, работающий в нефтегазовой отрасли, и компанию «20-й трест», ведущую свою деятельность в Санкт-Петербурге.

Вопросы для самопроверки

1. Назовите типы корпоративных структур, созданных на имущественной основе. Дайте их понятия.
2. Назовите виды холдингов, дайте им характеристику.
3. Перечислите преимущества и недостатки корпоративных структур холдингового типа.
4. В чем специфика создания и функционирования концернов?
5. Перечислите преимущества и недостатки конгломератов.

11.3. Виды интегрированных корпоративных структур, созданных на договорной основе

В предыдущих разделах учебника мы упоминали, что интегрированные корпоративные структуры могут быть созданы как с образованием, так и без образования юридического лица, т. е. они объединяют свои капиталы и ресурсы на основе договоров (контрактов, соглашений).

К корпоративным структурам, созданным на договорной основе и встречающимся в зарубежной и российской экономике, относят показанные на рис. 11.3.

Коротко остановимся на характеристике каждого типа объединений.

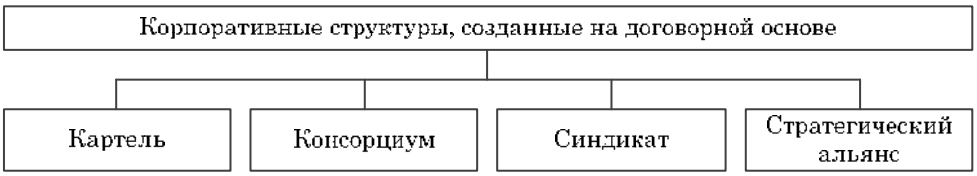

Рис. 11.3. Интегрированные структуры, созданные на договорной основе

Картель — добровольное соглашение между независимыми компаниями по поводу реализации совместной ценовой политики и раздела сфер влияния на рынке; форма сговора с целью полного или частичного уничтожения конкуренции между ними и извлечения монопольно высокой прибыли.

Юридическая, производственная, финансовая самостоятельность участников картеля сохраняется, но коммерческая самостоятельность ограничивается на величину обязательств, установленных рамками картельного соглашения.

Картельное соглашение имеет прямую связь с:

– особенностью товара;

– степенью концентрации производства;

– условиями рынка.

Для картеля характерны следующие признаки:

– договорной характер объединения;

– объединение компаний одной отрасли;

– совместная деятельность по реализации продукции, а в отдельных случаях и по производству продукции;

– наличие системы принуждения, включающей выявление нарушителей и санкции к ним.

Картель является формой горизонтальной (отраслевой) интеграции. Единая политика в рамках картельного соглашения позволяет участникам снизить рыночные и отраслевые риски, так как стабилизирует объемы добычи и продаж, а также уровень цен. Для этого каждому участнику картеля устанавливается квота в общем объеме добычи полезных ископаемых или производства и сбыта конкретного вида продукции. Разграничиваются рынки сбыта, но каждый участник картеля самостоятельно реализует продукцию в рамках установленных договоренностей о ее сбыте по ценам, не ниже предусмотренных картельным соглашением. В случае нарушения картельного соглашения в виде превышения установленной квоты на сбыт продукции или вхождения на чужие рынки сбыта участники картеля

подвергаются уплате штрафа, который имеет внушительную величину.

Следует отметить, что государства жестко контролируют создание и деятельность картелей, так как монополизация рынка, с одной стороны, снижает рыночные риски одних участников рынка — членов картеля, а с другой стороны, приводит к завышению цен и снижению конкурентоспособности других участников отраслевого рынка. Тем не менее в отдельных странах существуют государственные картели, которые устанавливают импортные квоты, квоты на распределение дефицитной иностранной валюты, выдают лицензии на импорт с целью ограничений торговли и т. д.

В качестве примера можно назвать известные международные картели: ОПЕК (Организация стран — экспортеров нефти, картельное соглашение между государственными нефтяными компаниями); «Семь сестер», объединяющий семь ведущих западных нефтяных компаний; алмазный Де Бирс, штаб-квартира которого расположена в столице Южно-Африканской Республики; российские «Минтаевый» картель, «Океанский» картель, «Швейный» картель и ряд других.

Существует разновидность картеля — пул. *Пул* — это временное объединение компаний, при котором прибыль всех участников поступает в общий фонд («котел»), а затем распределяется в тех пропорциях, которые заранее были утверждены его участниками. Однако аккумулироваться и распределяться могут не только прибыли, но и общие расходы участников пула. Примерами пулов являются торговые, патентные, инвестиционные, биржевые.

Следующий тип корпоративной структуры, созданный на договорной основе, — консорциум.

Консорциум — временное объединение нескольких компаний, фирм, банковских организаций, научно-исследовательских центров и государственных структур, создаваемое для реализации крупного инвестиционного или наукоемкого проекта, народно-хозяйственной задачи, международных программ, осуществления крупных финансово-инвестиционных операций.

Именно в консорциумах происходит сращивание промышленного и финансового капитала (в первую очередь банковского), что способствует повышению технической и коммерческой конкурентоспособности их участников. Создание консорциума оформляется соглашением. Консорциум может быть создан с образованием и без образования юридического лица (чаще всего — на договорной основе). Они могут быть временными, как это следует из определения, и постоянными; закрытыми и открытыми.

Если консорциум создается как *закрытый*, то внешние рыночные агенты самостоятельно взаимодействуют с каждым членом консорциума, устанавливая партнерские и договорные отношения.

Если консорциум создается как *открытый*, то все участники несут солидарную ответственность по обязательствам консорциума, но в пределах долей своего участия.

Для управления и координации действий из участников консорциума выбирается компания-лидер, которая представляет интересы консорциума во внешней среде в рамках полномочий, переданных ей другими членами консорциума. Ответственность по договорным обязательствам несет участник консорциума в размере своей доли в общем объеме поставок и услуг. В этой же доле финансируются работы и принимаются коммерческие и технические риски.

Преимуществом консорциума как формы интегрированной корпоративной структуры является сохранение юридической и хозяйственной самостоятельности его участников, что способствует рыночной мотивации функционирования, а также возможность привлечения инвестиций и финансовых ресурсов в крупных объемах за счет присутствия в консорциуме в качестве членов крупных финансовых и банковских институтов. Как недостаток следует отметить тот факт, что компании не интегрируют капиталы, а только объединяют ресурсы, что снижает возможности взаимного контроля участников. Современным консорциумам присущи международный характер, многонациональность, участие в них целых государств.

Примеры консорциумов: Airbus-Industri, Альфа-Групп, Уголь России, Берег-Море.

Охарактеризуем еще одну форму корпоративной структуры, созданной на договорной основе. *Синдикат* — объединение юридически независимых компаний, созданное с целью реализации однородной промышленной продукции через единый сбытовой орган. Участники синдиката сохраняют свою юридическую, производственную, финансовую самостоятельность, но ограничиваются в коммерческой области. Потеря коммерческой самостоятельности приводит к тому, что рыночные отношения перерастают во внутрифирменные. Основание для создания синдиката — контрактное соглашение, в соответствии с которым участники синдиката обязуются произведенную продукцию реализовывать через единую сбытовую контору. В качестве таковой может быть вновь созданная участниками синдиката компания. Кроме того, функции единого сбытового органа могут быть возложены на одного из участников. Как правило, все 100 % произведен-

ной продукции участники реализуют через этот единый сбытовой орган с учетом принятой ценовой политики. Однако рамками договора может быть предусмотрена возможность для участника большую часть продукции направить для сбыта в единый орган, а меньшую часть реализовать своим потребителям самостоятельно по индивидуальным ценам с целью сохранения клиентской базы и налаженных партнерских взаимоотношений. Создание и функционирование единого сбытового органа способствует снижению транзакционных издержек, расширению рынков сбыта продукции за счет эффективной ценовой политики, снижает коммерческие риски, поскольку обеспечивается своевременная оплата за отгруженную продукцию.

Надо сказать, что синдикаты в промышленной сфере распространены сейчас не так широко, поскольку крупные компании создают торговые дома, которые являются дочерними компаниями и практически выполняют функционал синдиката. Примерами синдикатов в реальном секторе экономики могут послужить «Синдикат-100» (издательский бизнес) и «Проволока» (металлургическая отрасль).

Гораздо большее распространение синдикаты получили на финансовом рынке. В частности, когда крупные компании-эмитенты проводят первичное публичное размещение акций (IPO), выводят на финансовый рынок значительные объемы ценных бумаг, то, как правило, прибегают к услугам андеррайтеров. Андеррайтеры берут на себя определенные обязательства по отношению к компании-эмитенту:

– содействие размещению выпуска, прилагая максимальные усилия, но в этом случае андеррайтер не принимает риск недоразмещения акций, риск в полной мере несет компания-эмитент;

– выкуп у компании-эмитента только недоразмещенной части выпуска, т. е. андеррайтер принимает на себя риск в размере стоимости этой части;

– выкуп у компании-эмитента всего объема эмиссии акций по фиксированной цене и их размещение в дальнейшем по рыночной цене.

Наиболее известными андеррайтерами при осуществлении IPO российскими компаниями являются зарубежные инвестиционные банки JPMorgan, GoldmanSachs, MorganStanley, CreditSuisse, UBS-InvestmentsBank, DeutscheBank и российские SberbankCIB, ВТБ Капитал, Ренессанс Капитал.

Однако даже крупные финансовые институты-андеррайтеры зачастую не в состоянии взять на себя риски размещения ценных бумаг

в полном объеме, тогда создаются синдикаты андеррайтеров. Их называют *эмиссионными синдикатами*. Эмиссионный синдикат представляет собой группу инвестиционных банков, которые покупают ценные бумаги первичного размещения для их открытой продажи в дальнейшем. У каждого участника эмиссионного синдиката своя роль и своя зона ответственности. В синдикате выделяется ведущий андеррайтер, так называемый лид-менеджер, который несет ответственность за установление цены предложения на ценные бумаги, наделяет долями других участников синдиката.

Известны банковские синдикаты, когда появляется необходимость профинансировать очень крупный проект. Группа банковских организаций осуществляет синдицированное кредитование, снижая тем самым риски каждого члена объединения.

Стратегический альянс — еще одна форма интегрированной корпоративной структуры, созданная на договорной основе, которая считается достаточно перспективной. *Стратегический альянс* — соглашение о кооперации двух или более независимых компаний, заключаемое для достижения определенных целей, в частности, для получения синергетического эффекта от объединения взаимодополняющих стратегических ресурсов входящих в альянс компаний. Следует отметить, что в остальных формах объединений, созданных на договорной основе, в соглашениях определяются срок действия договора, цель объединения, виды объединяемых ресурсов или виды предпринимательской деятельности для реализации совместных проектов и задач. В рамках стратегического альянса складывается более гибкая система отношений между участниками, которая координируется посредством планирования, управления деятельностью с учетом интересов компаний, входящих в стратегический альянс. Классическими примерами альянсов могут послужить ТНК-ВР, Моторолла/Тошиба, Apple/IBM, Marks Spenser/Microsoft.

Самой мягкой формой интеграции является *ассоциация*. Она представляет собой добровольное объединение юридических лиц, которое создается в некоммерческих целях (например, научных, культурных, хозяйственных, консультационных). Ассоциация осуществляет деятельность рекомендательного характера. За членами ассоциации полностью сохраняется их самостоятельность. Ассоциация не отвечает по обязательствам своих членов, но и не дает возможности получать коммерческую выгоду участникам объединения. Существует за счет членских взносов участников и доходов от реализации уставной деятельности. В качестве примера назовем Ассоциацию рос-

сийских банков, Национальную ассоциацию участников фондового рынка, объединяющие компании соответственно банковской и финансовой индустрии.

Рассмотренные основные формы интегрированных корпоративных структур позволяют сделать вывод, что каждая имеет ряд неоспоримых преимуществ, позволяющих повысить эффективность функционирования, укрепить внутренние взаимосвязи участников в целях противостояния внешним угрозам, более грамотно построить партнерские отношения с другими участниками конкурентного рынка. Принципиальный подход при интеграции корпоративных структур и бизнесов состоит в максимально возможном учете экономических интересов каждого члена объединения и группы в целом.

Интегрированные корпоративные структуры подвергаются воздействию целого ряда факторов, связанных с внешней экономической средой и характером предпринимательской деятельности, которую осуществляет корпорация. Интеграция снижает внешние транзакционные издержки и риски корпораций, но приводит к увеличению внутренних, что тоже приходится учитывать при построении интегрированных корпоративных структур. Созданные структуры не являются статичными. С развитием экономики, с ростом инновационности, повышением конкурентности рынков товаров и услуг, с развитием рыночных институтов совершенствуются интеграционные связи между участниками.

Вопросы для самопроверки

1. Назовите интегрированные корпоративные структуры, созданные на договорной основе. Дайте им краткую характеристику.
2. Перечислите особенности создания и функционирования картелей.
3. В чем преимущества и недостатки консорциумов?
4. В каких целях создаются и в каких сферах функционируют синдикаты?
5. Каковы цели объединения корпоративных структур в стратегический альянс?

Литература по теме

Денежное хозяйство предприятий: учеб. для вузов / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, М. С. Марамыгин, К. В. Ростовцев; под ред. А. Ю. Казака, О. Б. Веретенниковой. Екатеринбург: АМБ, 2006. 464 с.

Кодекс корпоративного управления. Одобрен Банком России 21 марта 2014 г.

Леонтьев В. Е., Бочаров В. В., Радковская Н. П. Корпоративные финансы: учеб. для вузов. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2022. 354 с.
Мецгер А. А., Первушина А. В. Корпоративное управление: учеб. пособие для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. Екатеринбург: Гуманитарный ун-т, 2011. 768 с.
Принципы корпоративного управления ОЭСР / ОЭСР. Париж, 1999. 37 с.
Ткаченко И. Н. Корпоративное управление: учеб. пособие. Екатеринбург: УрГЭУ, 2018. 190 с.
Трансформация моделей корпоративного управления в новых экономических реалиях: материалы Междунар. науч.-практ. конф. (Екатеринбург, 20 ноября 2020 г.) / науч. ред. И. Н. Ткаченко; отв. за вып. М. В. Евсеева. Екатеринбург: УрГЭУ, 2020. 202 с.

Основные термины

Холдинг — объединение, в котором организация, имеющая статус материнской компании, владеет контрольным пакетом акций других компаний, являющихся дочерними по отношению к головной компании, и осуществляет по отношению к ним управленческие и контрольные функции.

Чистый холдинг — такой, который создается только для реализации функции владения акциями дочерних компаний и функции контроля и управления по отношению к ним.

Смешанный холдинг — такой, который помимо функции владения и функции управления дочерними компаниями может сам заниматься предпринимательской деятельностью в отраслях промышленности, торговли, строительства, транспорта, финансово-инвестиционной и банковской сфере и др.

Государственный холдинг — такой, который создается для реализации задач в национальной экономике.

Частный холдинг — такой, который создается путем объединения денежных средств и финансовых ресурсов юридических лиц, функционирующих в частно-правовой форме.

Частно-государственный холдинг — такой, который представляет собой корпоративную структуру, в которую в качестве акционера (в том числе контролирующего) входит государство.

Концерн — объединение предприятий и фирм в единое целое, где материнская компания владеет контрольным пакетом акций входящих в концерн юридически самостоятельных структур, связанных между собой финансовыми, кредитными, научно-техническими, патентно-лицензионными отношениями, тесным производственным сотрудничеством, внешнеэкономической деятельностью.

Конгломерат — корпоративная структура, которая создана в результате слияния и присоединения разнородных компаний, не связанных между собой ни производственно-технологическим процессом, ни снабженческо-сбы-

товыми связями, но находящихся под единым централизованным финансовым контролем.

Трест — объединение участников бизнеса, которые полностью теряют свою юридическую, производственную, коммерческую, финансовую самостоятельность и становятся структурными подразделениями корпорации.

Картель — добровольное соглашение между независимыми компаниями по поводу реализации совместной ценовой политики и раздела сфер влияния на рынке; форма сговора с целью полного или частичного уничтожения конкуренции между ними и извлечения монопольно высокой прибыли.

Консорциум — временное объединение нескольких компаний, фирм, банковских организаций, научно-исследовательских центров и государственных структур, создаваемое для реализации крупного инвестиционного или наукоемкого проекта, народно-хозяйственной задачи, международных программ, осуществления крупных финансово-инвестиционных операций.

Закрытый консорциум — такой, во взаимоотношениях с которым внешние рыночные агенты самостоятельно взаимодействуют с каждым членом консорциума, устанавливая партнерские и договорные отношения.

Открытый консорциум — такой, в котором во взаимоотношениях с внешней средой все участники несут солидарную ответственность по обязательствам консорциума, но в пределах долей своего участия.

Синдикат — объединение юридически независимых компаний, созданное с целью реализации однородной промышленной продукции через единый сбытовой орган.

Эмиссионный синдикат — группа инвестиционных банков, которые покупают ценные бумаги первичного размещения для их открытой продажи в дальнейшем.

Стратегический альянс — соглашение о кооперации двух или более независимых компаний, заключаемое для достижения определенных целей, в частности, для получения синергетического эффекта от объединения взаимодополняющих стратегических ресурсов входящих в альянс компаний.

Ассоциация — добровольное объединение юридических лиц, которое создается в некоммерческих целях (например, в научных, культурных, хозяйственных, консультационных) и осуществляет кооперацию деятельности рекомендательного характера.

12 Корпорация как эмитент и инвестор на финансовом рынке

12.1. Эмиссионная деятельность корпорации на финансовом рынке

Корпорация и корпоративные финансовые отношения характеризуются двойственной природой, обусловленной одновременным функционированием корпорации на товарном и финансовом рынках. Данная глава учебника посвящена рассмотрению эмиссионной и инвестиционной деятельности корпорации и ее взаимодействию с институтами финансовой индустрии.

На финансовом рынке (рынке финансовых услуг) присутствуют покупатели (заемщики капитала — эмитенты) и продавцы финансовых ресурсов (поставщики капитала — инвесторы). Сущность рынка финансовых услуг состоит в том, что он отражает конкретные формы организации движения капитала и финансовых ресурсов между субъектами хозяйствования. Сама финансовая услуга рассматривается как экономическая категория, позволяющая трансформировать денежные средства юридических и физических лиц в капитал на банковском и фондовом рынках. Разнообразные финансовые инструменты и продукты являются объектами рынка финансовых услуг, а участники финансового рынка — субъектами рынка финансовых услуг. Корпорация на финансовом рынке (рынке финансовых услуг) выступает потребителем и заказчиком таких услуг, функционируя в статусе эмитента и инвестора. Остановимся на рассмотрении деятельности корпорации на финансовом рынке как эмитента.

Эмитент — юридическое лицо, исполнительный орган государственной власти, орган местного самоуправления, которые несут от своего имени или от имени публично-правового образования обяза-

тельства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных этими ценными бумагами[1].

Классическая цель эмитента состоит в мобилизации ресурсов для финансирования текущей хозяйственной деятельности или инвестиционных проектов по развитию компании. Прежде чем принять решение о выпуске ценных бумаг, компания-эмитент должна проанализировать экономическую ситуацию на макроуровне (в стране и отрасли), наметить перспективы своего развития; определить круг потенциальных покупателей, на которых рассчитан вид эмитируемых ценных бумаг; разработать параметры выпуска (объем эмиссии, вид ценной бумаги, номинал, доход).

На рынке ценных бумаг эмитент оценивается по *инвестиционным качествам* выпускаемых им ценных бумаг (доходности, ликвидности и надежности / риска).

Под *доходностью* понимается возможность определенных ценных бумаг приносить доход своему владельцу.

Доход складывается из двух составляющих:

– дивидендных либо процентных выплат по вложениям в ценные бумаги. Эта составляющая дохода связана с эффективностью деятельности корпорации-эмитента. Например, размер дивидендных выплат зависит от полученной прибыли, пропорций ее распределения, количества эмитируемых акций и т. д.;

– курсовой (рыночной) разницы, возникающей в результате спекулятивных или арбитражных сделок.

Под *ликвидностью* понимается инвестиционное качество ценных бумаг, которое связано с возможностью быстро превратить ценную бумагу в денежные средства. Как правило, ликвидность ценных бумаг определяется их спросом на фондовом рынке.

Под *риском / надежностью* понимается инвестиционное качество ценных бумаг, связанное с возможностью потери денежных средств от падения курса определенной ценной бумаги[2].

В состав эмитентов входят:

– государство (федеральное правительство, региональные и муниципальные органы власти), которое может размещать только долговые ценные бумаги;

– акционерные компании реального сектора экономики и финансовой сферы;

---

[1] *О рынке* ценных бумаг: Федер. закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ. Ст. 2.

[2] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: УрГЭУ, 2017. С. 41.

– частные предприятия (например, общества с ограниченной ответственностью), которые также могут выпускать только долговые ценные бумаги.

Эмитентов можно классифицировать по ряду признаков (рис. 12.1).

Рис. 12.1. Признаки классификации эмитентов[1]

В табл. 12.1 представлены основные фондовые операции корпорации, связанные с эмиссионной деятельностью.

Таблица 12.1

Основные фондовые операции корпорации, связанные с эмиссионной деятельностью

Операция	Сущность и последовательность выполнения
1. Эмиссия ценных бумаг	Эмиссия осуществляется в целях создания акционерного общества, изменения размера уставного капитала, перераспределения собственности, привлечения заемного капитала для финансирования инвестиций. Компания-эмитент принимает решение о выпуске ценных бумаг, утверждает его и проводит все установленные законодательством последовательные процедуры. Если размещение осуществляется по открытой подписке, то готовит проспект ценных бумаг. При размещении посредством закрытой подписки дает объявление или письменно извещает акционеров
2. Размещение ценных бумаг	Размещение эмиссионных ценных бумаг представляет собой их отчуждение первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок. При учреждении компании все акции размещаются среди учредителей и оплачиваются в полном размере. В дальнейшем при повторных эмиссиях ценных бумаг компания дает объявление об открытой или закрытой подписке, принимает и ранжирует заявки потенциальных инвесторов, а затем по результатам либо самой подписки, либо аукционных торгов, либо инвестиционного конкурса удовлетворяет заявки. Далее первые владельцы ценных бумаг очередного выпуска регистрируются в системе ведения реестра тем регистратором, с которым у компании-эмитента заключен договор

[1] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: УрГЭУ, 2017. С. 42.

Продолжение табл. 12.1

Операция	Сущность и последовательность выполнения
3. Конвертация ценных бумаг	Размещение эмиссионных ценных бумаг может осуществляться одним из четырех способов: при учреждении компании, при распределении дополнительного выпуска среди прежних владельцев, при открытой или закрытой подписке и посредством конвертации. При конвертации происходит изменение прав владельцев ценных бумаг. Для этого в устав корпорации должно быть включено положение о конвертации ценных бумаг и утверждено общим собранием акционеров. Перед проведением конвертации компания должна дать объявление о сроках и условиях конвертации, собрать заявки от акционеров. После проведения конвертации в систему ведения реестра владельцев ценных бумаг должны быть внесены изменения и выданы выписки с лицевого счета
4. Дробление ценных бумаг (сплит)	Увеличение количества ценных бумаг с одновременным уменьшением номинальной стоимости ценных бумаг. Осуществляется в целях привлечения в состав акционеров миноритарных владельцев ценных бумаг.
Консолидация	Операция консолидации ценных бумаг является обратной операции дробления. Уменьшается количество ценных бумаг и одновременно увеличивается их номинальная стоимость. Осуществляется в целях отсечения нежелательных инвесторов либо для передела собственности
5. Управление акционерным капиталом	Управление акционерным капиталом осуществляется советом директоров, который разрабатывает и утверждает финансовую стратегию развития компании, исполнительной дирекцией, которая на основе стратегии разрабатывает политику управления акционерным капиталом, и профессиональными финансовыми менеджерами, работающими в компании, в целях увеличения (уменьшения) акционерного капитала, установления оптимального соотношения объявленных и размещенных ценных бумаг, выявления наиболее эффективных вариантов использования ценных бумаг. Совет директоров регулярно рассматривает и оценивает эффективность управления размещенными ценными бумагами, анализирует сохранение их инвестиционных качеств и привлекательность для потенциальных инвесторов
6. Регистрация и перерегистрация владельцев ценных бумаг	Регистрация и учет прав владельцев эмиссионных ценных бумаг в системе ведения реестра необходима для контроля над изменением структуры собственников, подтверждения прав собственников на участие в общем собрании акционеров, участие в распределении прибыли и получении дохода в форме дивидендов по акциям, получении процентного или дисконтного дохода по облигациям. Реестр ведет профессиональный участник финансового рынка, имеющий лицензию на деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг на основании договора с корпорацией-эмитентом. В него вносятся данные об акционерах

Окончание табл. 12.1

Операция	Сущность и последовательность выполнения
	или номинальных держателях ценных бумаг, указывается количество, категория, тип акций, принадлежащих собственникам, дата совершения операции и документ, на основании которого произведены записи на лицевом счете
7. Маркетинговые исследования	Проводятся при подготовке к размещению новой эмиссии ценных бумаг, в частности, при проведении первичного публичного размещения акций (IPO) в целях изучения конъюнктуры и емкости финансового рынка, для разработки направлений продвижения собственных ценных бумаг на открытый рынок
8. Безвозмездная поставка ценных бумаг	Случаи безвозмездной поставки ценных бумаг связаны с реализацией права наследования, дарения, осуществлением взносов корпорации в уставной капитал дочерних или зависимых компаний, удовлетворением требований кредиторов
9. Погашение ценных бумаг	Погашение ценных бумаг осуществляется компанией-эмитентом при отзыве ценных бумаг по условиям эмиссии. Компания уведомляет владельцев о погашении, производит соответствующую процедуру, регистратор осуществляет записи на лицевых счетах владельцев

Корпорация в целях формирования собственного капитала и привлечения дополнительных ресурсов для осуществления своей хозяйственной деятельности выпускает эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги, которые являются особым товаром корпорации для финансового рынка.

Подробная классификация и характеристика всех видов и форм выпускаемых корпорациями эмиссионных и неэмиссионных ценных бумаг приведена в учебнике «Рынок ценных бумаг», подготовленном авторским коллективом кафедры финансов, денежного обращения и кредита Уральского государственного экономического университета в 2019 г. Здесь же мы считаем необходимым только коротко охарактеризовать те ценные бумаги, которые в российской практике наиболее часто встречаются в качестве инструмента привлечения корпорациями ресурсов с финансового рынка.

Эмиссионная ценная бумага — это любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

1) закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законом формы и порядка;

2) размещается выпусками;

3) имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги[1].

К эмиссионным ценным бумагам, выпускаемым российскими корпорациями, относятся акция, облигация, опцион эмитента.

Акция — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации[2].

Акция является именной ценной бумагой. Это означает, что владелец акции должен быть внесен в реестр акционерного общества.

По *форме присвоения дохода* акции подразделяются на обыкновенные и привилегированные.

Обыкновенная акция дает ее владельцу право голоса на собрании акционеров, размер получаемого по ней дохода (дивиденда) зависит от результатов работы общества за год. Размер дивиденда заранее неизвестен, он определяется органами управления общества по истечении года и выплачивается только из чистой прибыли.

Привилегированная акция не дает ее владельцу права голоса на собрании акционеров. Владелец такой акции имеет гарантированный доход, независимый от результатов деятельности общества. В случае отсутствия чистой прибыли акционерное общество обязано создать специальный фонд, из которого выплачиваются дивиденды по привилегированным акциям. Номинальная стоимость привилегированных акций не должна превышать 25 %уставного капитала общества.

Привилегированные акции бывают следующих видов:

– *привилегированная акция с правом отзыва* — акция, которая дает право эмитенту выкупить ее у владельца в любое время после предварительного уведомления;

– *привилегированная акция с правом участия в прибыли* — акция, дающая право владельцу получать дивиденд не ниже, чем по обыкновенным;

– *кумулятивная привилегированная акция* — предусматривается, что необъявленные дивиденды накапливаются и выплачиваются по этим акциям до объявления о выплате дивидендов по обыкновенным акциям;

---

[1] *О рынке* ценных бумаг: Федер. закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ. Ст. 2.

[2] Там же.

– *конвертируемая акция* — акция, которую можно обменять на другие акции по заранее определенной цене в тот или иной промежуток времени.

В *зависимости от стадии выпуска* акций в обращение и их оплаты различают следующие виды:

– *объявленные акции* — предельное число акций соответствующего типа, которое может быть выпущено корпорацией дополнительно к ранее размещенным акциям. Их количество фиксируется в уставе общества;

– *размещенные акции* — акции, которые приобретены акционерами;

– *оплаченные акции* — акции, по которым их владельцы произвели 100 %-ную оплату, и средства зачислены на счет корпорации.

Акции могут иметь следующие виды цен:

– *номинальная цена* — величина, отражающая долю в уставном капитале акционерного общества;

– *эмиссионная цена* — цена, по которой размещаются акции на первичном рынке. При учреждении корпорации равна номинальной цене, при увеличении капитала может быть выше или ниже номинальной стоимости акции. Превышение эмиссионной цены над номинальной стоимостью акции называется эмиссионным доходом и учитывается как добавочный капитал корпорации. Цена размещения дополнительных акций не может быть ниже 10 % номинальной цены;

– *рыночная цена* — цена, по которой акция котируется на вторичном рынке ценных бумаг и является равновесным соотношением спроса и предложения;

– *балансовая цена* — определяется как частное от деления стоимости чистых активов корпорации на количество выпущенных акций, находящихся в обращении;

– *ликвидационная цена* — определяется в отношении привилегированных акций, представляет собой сумму денежных средств, которую получат их владельцы в случае ликвидации корпорации и др.[1]

Облигация — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента[2].

---

[1] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: УрГЭУ, 2017. С. 59.

[2] *О рынке* ценных бумаг: Федер. закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ. Ст. 2.

Классификация облигаций осуществляется по разным признакам.

По способу обеспечения займа выделяются:

– облигации с залоговым обеспечением. Предметом залога могут быть только ценные бумаги и недвижимое имущество. В случае неисполнения обязательств эмитентом имущество должно перейти в общую долевую собственность владельцев облигаций с залоговым обеспечением;

– облигации, обеспеченные поручительством. Договор поручительства, которым обеспечивается исполнение обязательств по облигациям, может предусматривать только солидарную ответственность поручителя и эмитента за неисполнение или ненадлежащее исполнение эмитентом обязательств по облигациям;

– облигации, обеспеченные банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией. Банковская гарантия должна превышать не менее чем на шесть месяцев дату погашения облигаций и предусматривает только солидарную ответственность гаранта и эмитента.

Законодательством установлены ограничения на выпуск необеспеченных облигаций: выпуск облигаций допускается на величину, не превышающую размер уставного капитала, не ранее третьего года существования и при условии надлежащего утверждения двух годовых бухгалтерских балансов корпорации.

По сроку обращения облигации корпораций подразделяются на краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные.

По способу получения дохода различают:

– облигации с фиксированной процентной ставкой;

– облигации с плавающей процентной ставкой;

– облигации с равномерно возрастающей процентной ставкой;

– облигации с равномерно возрастающей процентной ставкой по годам займа;

– облигации с нулевым купоном, т. е. дисконтные облигации.

По характеру обращения облигации подразделяются на:

– обычные;

– конвертируемые, т. е. дающие право владельцу обменивать их на акции или облигации той же корпорации-эмитента. Они являются переходной формой между заемным и собственным капиталом корпорации.

Облигации могут иметь следующие цены:

– *номинальную цену*, которая отражает сумму займа и является базовой величиной для расчета дохода;

– *рыночную цену*, которая зависит от условий займа и ситуации, сложившейся на рынке в момент реализации облигации;

– *выкупную цену*, по которой эмитент выкупает облигации по истечении срока займа. Может совпадать или не совпадать с номинальной.

Опцион эмитента — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и (или) при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента[1].

Опцион эмитента является именной ценной бумагой.

Принятие решения о размещении опционов эмитента и их размещение осуществляется в соответствии с установленными правилами размещения ценных бумаг, конвертируемых в акции.

Эмитент не вправе размещать опционы эмитента, если количество его объявленных акций меньше количества акций, право на приобретение которых представляют такие опционы.

Количество акций определенной категории (типа), право на приобретение которых предоставляют опционы эмитента, не может превышать 5 % акций этой категории (типа).

Решение о выпуске опционов эмитента может предусматривать ограничения на их обращение.

Размещение опционов эмитента возможно только после полной оплаты уставного капитала акционерного общества[2].

Кроме эмиссионных ценных бумаг, которые, как уже было отмечено выше, служат средством привлечения финансовых ресурсов на цели развития компании, российские корпорации выпускают неэмиссионные ценные бумаги. *Неэмиссионные ценные бумаги* выпускаются в разовом порядке или небольшими сериями, закрепляют за их владельцами индивидуальный объем прав. К ним относятся: вексель, депозитный и сберегательный сертификаты, чек, складское свидетельство и др. Считаем целесообразным дать очень краткую характеристику этого класса ценных бумаг.

Вексель — это письменное долговое обязательство, составленное в предписанной законом форме и дающее его владельцу безусловное право требовать при наступлении конца срока с лица, выдавшего обязательство, уплаты оговоренной в нем денежной суммы.

---

[1] *О рынке* ценных бумаг: Федер. закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ. Ст. 2.

[2] Там же. Ст. 27.1.

Вексель выступает сложным расчетно-кредитным инструментом, способным выполнять функции как ценной бумаги, так и кредитных денег и средства платежа.

В зависимости от количества участников вексельной сделки различают векселя:

– простой;

– переводной (тратта).

Простой вексель выписывается заемщиком (векселедателем) и содержит обязательство платежа кредитору (векселедержателю).

Переводной вексель, или тратта, представляет собой безусловный приказ трассанта (кредитора) трассату (должнику) об уплате им определенной суммы третьему лицу (ремитенту) или предъявителю тратты.

Переход векселя от одного лица к другому осуществляется путем совершения индоссамента.

Индоссамент — это передаточная надпись на оборотной стороне векселя.

Переводной вексель превращается в долговую расписку только после акцепта его трассатом. *Акцепт* — это согласие плательщика совершить платеж.

На российском рынке векселя подразделяются на:

– финансовые, выпускаемые коммерческими банками;

– товарные (коммерческие), имеющие обеспечение каким-либо товаром[1].

Сертификат — это ценная бумага, удостоверяющая сумму вклада, внесенного в банк, и права вкладчика (держателя сертификата) на получение по истечении установленного срока суммы вклада и обусловленных в сертификате процентов в банке, выдавшем сертификат, или в любом филиале этого банка[2]. Депозитные и сберегательные сертификаты выпускают банковские корпорации. Сертификаты не могут служить расчетным или платежным средством.

Чек — это ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной в нем суммы чекодержателю[3].

---

[1] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: УрГЭУ, 2017. С. 63–64.

[2] *Гражданский* кодекс Российской Федерации. Часть вторая: Федер. закон от 26 января 1996 г. № 14-ФЗ. Ст. 844.

[3] Там же. Ст. 877.

Чек — это расчетно-платежный документ, ценная бумага стандартной формы, которая должна иметь установленные законодательством обязательные реквизиты. Это документарная ценная бумага. Наиболее распространенные виды — расчетный чек (используется для безналичных перечислений денежных средств с одного счета на другой) и денежный чек (используется для получения наличных денег в банке).

Складское свидетельство — это ценная бумага, которая удостоверяет принятие товара на хранение по договору складского хранения[1]. Это долговая, товарная, документарная, срочная ценная бумага, может существовать в двух видах: простое складское свидетельство (выдается товаровладельцу на срок хранения товара до его продажи) и двойное складское свидетельство, которое состоит из складского свидетельства и залогового свидетельства (варранта). Выдается товаровладельцу на срок хранения товара на складе с учетом возможности товаровладельца систематически использовать собственный товар в качестве залога для повышения ликвидности рыночных операций.

На рис. 12.2 дана классификация ценных бумаг, выпускаемых корпорацией, по их функциональному назначению[2].

Рис. 12.2. Классификация ценных бумаг корпорации по функциональному назначению

[1] *Гражданский* кодекс Российской Федерации. Часть вторая: Федер. закон от 26 января 1996 г. № 14-ФЗ. Ст. 912.

[2] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: УрГЭУ, 2017. С. 65.

Привлечение денежных ресурсов с финансового рынка является одним из значимых и сложных вопросов хозяйственной деятельности корпорации, так как внутренних источников финансирования, необходимых для реализации стратегических задач по развитию бизнеса и поддержанию конкурентоспособности в своем сегменте рынка, как правило, недостаточно. В процессе учреждения корпорации первичная эмиссия акций дает возможность создания акционерной собственности.

Последующие эмиссии акций и облигаций дают возможность увеличения собственного акционерного капитала и привлечения заемных источников в деятельность компании, что можно рассматривать как составную часть ее финансовой политики. Любая эмиссия ценных бумаг влияет на структуру капитала и затрагивает интересы как внутрифирменных, так и внефирменных участников корпорации.

В российском законодательстве даны следующие понятия, связанные с привлечением денежных ресурсов с финансового рынка:

– *эмиссия ценных бумаг* — установленная последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг;

– *выпуск эмиссионных ценных бумаг* — совокупность всех ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав их владельцам и имеющих одинаковую номинальную стоимость; выпуску эмиссионных ценных бумаг присваивается единый государственный регистрационный номер, который распространяется на все ценные бумаги данного выпуска, а в случае, если выпуск эмиссионных ценных бумаг не подлежит государственной регистрации, — идентификационный номер;

– *дополнительный выпуск эмиссионных ценных бумаг* — совокупность ценных бумаг, размещаемых дополнительно к ранее размещенным ценным бумагам того же выпуска эмиссионных ценных бумаг; ценные бумаги дополнительного выпуска размещаются на тех же условиях[1].

Процедура эмиссии эмиссионных ценных бумаг включает в себя ряд этапов (рис. 12.3).

Этап 1 — принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг или иного решения, являющегося основанием для размещения эмиссионных ценных бумаг.

Порядок принятия решения о размещении ценных бумаг, а также его содержание должны соответствовать требованиям феде-

[1] *О рынке* ценных бумаг: Федер. закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ. Ст. 2.

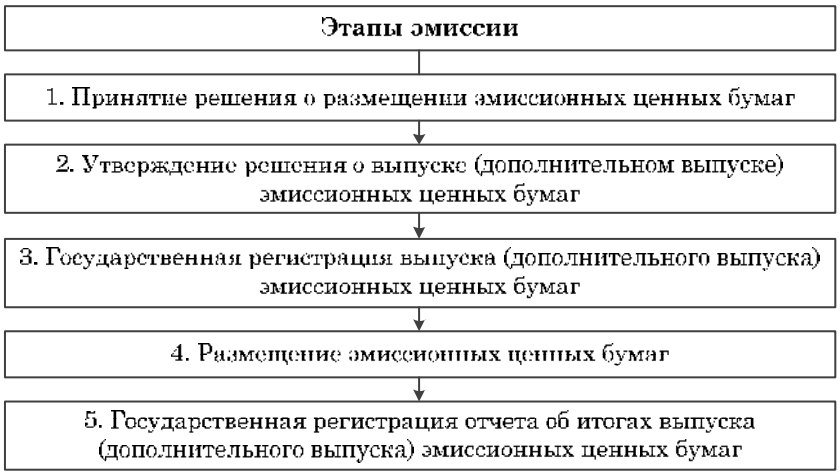

Рис. 12.3. Этапы эмиссии ценных бумаг

ральных законов и уставу акционерного общества, в котором должны быть определены порядок и условия размещения объявленных акций определенной категории (типа), порядок и условия размещения дополнительных акций этой категории (типа). При учреждении общества решение принимается учредителями, при дополнительном выпуске акций — общим собранием акционеров или советом директоров, если ему делегированы такие полномочия. Основанием для выпуска облигаций является решение совета директоров.

Этап 2 — утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг.

Решение о выпуске ценных бумаг утверждается советом директоров корпорации. Должно быть утверждено не позднее шести месяцев с момента принятия решения об их размещении.

Этап 3 — государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или присвоение выпуску (дополнительному выпуску) эмиссионных ценных бумаг идентификационного номера.

Государственная регистрация выпусков эмиссионных ценных бумаг осуществляется Банком России, который определяет порядок ведения реестра и ведет реестр, содержащий информацию о зарегистрированных им выпусках эмиссионных ценных бумаг и об аннулированных индивидуальных номерах (кодах) выпусков.

Документы для регистрации проспекта акций акционерного общества при приобретении им публичного статуса представляются в Банк России до внесения в единый государственный реестр юриди-

ческих лиц сведений о фирменном наименовании общества, содержащем указание на то, что оно является публичным.

Этап 4 — размещение эмиссионных ценных бумаг.

Размещение эмиссионных ценных бумаг осуществляется с учетом следующих позиций:

– должно осуществляться в соответствии с условиями, определенными решением об их выпуске (дополнительном выпуске);

– компания-эмитент имеет право начинать размещение эмиссионных ценных бумаг только после государственной регистрации их выпуска;

– компания-эмитент обязана завершить размещение эмиссионных ценных бумаг в срок, определенный решением об их выпуске (дополнительном выпуске).

Этап 5 — государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или представление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

В отчете или уведомлении об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг должны быть указаны:

– даты начала и окончания размещения ценных бумаг;

– фактическая цена размещения ценных бумаг;

– количество размещенных ценных бумаг;

– доля размещенных и неразмещенных ценных бумаг выпуска;

– общая стоимость имущества, внесенного в оплату за размещенные ценные бумаги;

– сделки, признаваемые федеральными законами крупными сделками и сделками, в совершении которых имеется заинтересованность и которые совершены в процессе размещения ценных бумаг[1].

Государственная регистрация выпуска или дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг, размещаемых путем подписки, должна сопровождаться регистрацией проспекта ценных бумаг в следующих случаях:

– при публичном размещении эмиссионных ценных бумаг;

– если количество лиц при закрытой подписке превышает 500;

– если количество лиц превышает 150 при размещении акций среди определенного круга лиц;

– если количество лиц при конвертации эмиссионных ценных бумаг в акции превышает 500;

---

[1] *О рынке* ценных бумаг: Федер. закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ. Ст. 25.

– если сумма привлекаемых компанией-эмитентом денежных средств путем размещения эмиссионных ценных бумаг одного или нескольких выпусков (дополнительных выпусков) в течение одного года не превышает 200 млн р.;

– если сумма привлекаемых компанией-эмитентом, являющимся кредитной организацией, денежных средств путем размещения облигаций одного или нескольких выпусков (дополнительных выпусков) в течение одного года не превышает 4 млн р.;

– в случае государственной регистрации отдельного выпуска облигаций, размещаемых в рамках программы облигаций, если проспект облигаций зарегистрирован одновременно с государственной регистрацией программы облигаций.

Проспект ценных бумаг содержит:

– введение, в котором кратко излагается информация, позволяющая составить общее представление об эмитенте и эмиссионных ценных бумагах, а в случае размещения эмиссионных ценных бумаг также об основных условиях их размещения;

– информацию об эмитенте и о его финансово-хозяйственной деятельности;

– бухгалтерскую (финансовую) отчетность эмитента;

– сведения об объеме, сроке, условиях и порядке размещения эмиссионных ценных бумаг;

– сведения о лице, предоставляющем обеспечение по облигациям эмитента, а также об условиях такого обеспечения[1].

Вопросы для самопроверки

1. Дайте определение эмитента. Назовите признаки классификации эмитентов.
2. Назовите и коротко охарактеризуйте операции с ценными бумагами, связанные с эмиссионной деятельностью корпорации.
3. Дайте краткую характеристику эмиссионных ценных бумаг, выпускаемых корпорацией как особый товар для финансового рынка.
4. Назовите и охарактеризуйте известные вам виды неэмиссионных ценных бумаг, выпускаемых корпорацией.
5. Дайте определение эмиссии и назовите этапы ее осуществления.

[1] *О рынке* ценных бумаг: Федер. закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ. Ст. 22.

12.2. Корпорация на первичном и вторичном рынке ценных бумаг и ее взаимодействие с институтами финансовой индустрии

Корпорация в качестве эмитента в первую очередь осуществляет свою деятельность путем выпуска и размещения ценных бумаг. Но разместив свои эмиссионные ценные бумаги, она не уходит с финансового рынка. Корпорация должна удовлетворять в полном объеме права, закрепленные ценной бумагой. Кроме того, корпорация обязана поддерживать инвестиционные качества выпущенных ценных бумаг, прежде всего акций, формируя и активизируя спрос инвесторов на них, поскольку цель объединения акционеров для ведения совместного бизнеса состоит в улучшении своего благосостояния, увеличении капитализации компании, росте рыночной стоимости акций.

Подготовка эмиссии, размещение ценных бумаг, поддержание их инвестиционных качеств, обеспечение ликвидности ценных бумаг корпораций, учет владельцев ценных бумаг, реализация прав, закрепленных ценной бумагой, и защита законных интересов инвесторов осуществляется корпорацией при активном участии институтов финансовой индустрии — профессиональных участников финансового рынка. Они как одни из внефирменных стейкхолдеров обслуживают деятельность корпорации на финансовом рынке. Для понимания роли каждого в обеспечении эффективного функционирования корпорации на финансовом рынке рассмотрим основы деятельности профессиональных участников.

Традиционно профессиональных участников рынка ценных бумаг подразделяют на прямых и инфраструктурных.

К *прямым финансовым посредникам* относят тех, кто непосредственно обеспечивает процесс взаимодействия продавца и покупателя: брокеров, дилеров, управляющих.

Брокерской деятельностью признается деятельность по исполнению поручения клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) на совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами и (или) на заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, осуществляемая на основании возмездных договоров с клиентом (договор о брокерском обслуживании)[1].

---

[1] *О рынке* ценных бумаг: Федер. закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ. Ст. 3.

Брокер осуществляет свою деятельность на основании договора поручения (от имени клиента); договора комиссии (от своего имени) или агентского договора (либо от своего имени, либо от имени клиента). По агентскому договору брокер кроме купли-продажи ценных бумаг может предоставлять корпорации маркетинговые, информационные, консультационные услуги на долгосрочной основе, а также андеррайтинговые услуги по размещению ценных бумаг. При этом брокер имеет право приобрести за свой счет ценные бумаги, которые не размещены в срок, предусмотренный договором с корпорацией.

Дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и (или) продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам[1]. Кроме цены, дилер имеет право объявлять минимальное и максимальное количество покупаемых и продаваемых ценных бумаг и срок, в течение которого действуют объявленные цены.

По отношению к корпорации дилер может действовать в качестве маркет-мейкера, который за плату оказывает корпорации-эмитенту услуги по поддержанию цен, спроса, предложения и (или) объема торговли ценными бумагами в ходе торгов, организуемых биржей, на условиях, определенных трехсторонним договором.

Деятельностью по управлению ценными бумагами признается деятельность по доверительному управлению ценными бумагами, денежными средствами, предназначенными для совершения сделок с ценными бумагами и (или) заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами[2].

Объектом доверительного управления могут быть только акции и облигации коммерческих организаций; государственные и муниципальные облигации; ценные бумаги иностранных эмитентов.

Векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, товарораспорядительные ценные бумаги не могут быть объектами доверительного управления.

Инфраструктурные финансовые посредники — это те институты, которые способствуют заключению сделок между участниками рынка ценных бумаг и берут на себя часть присущих рынку рисков. К ним относятся регистраторы, депозитарии, организаторы торговли, клиринговые организации.

---

[1] *О рынке* ценных бумаг: Федер. закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ. Ст. 4.

[2] Там же. Ст. 5.

Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение данных, составляющих реестр владельцев ценных бумаг, и предоставление информации из реестра владельцев ценных бумаг[1].

Регистратор осуществляет свою деятельность на основании договора с корпорацией-эмитентом и предоставляет ему необходимую информацию для осуществления прав по ценным бумагам эмитента.

Объектом учета прав регистратора могут быть только эмиссионные ценные бумаги.

Деятельность регистратора заключается в ведении системы реестра — совокупности данных, необходимых для фиксации и удостоверения прав владельцев именных ценных бумаг.

Договор на ведение реестра заключается корпорацией только с одним юридическим лицом — держателем реестра. Держатель реестра может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа корпораций-эмитентов или лиц, обязанных по ценным бумагам.

Депозитарной деятельностью признается оказание услуг по учету и переходу прав на бездокументарные ценные бумаги и обездвиженные документарные ценные бумаги, а также по хранению обездвиженных документарных ценных бумаг при условии оказания услуг по учету и переходу прав на них, и в случаях, предусмотренных федеральными законами, по учету цифровых прав[2].

К прямым обязанностям депозитария относятся:

– ведение отдельного от других счета депонента с указанием даты совершения каждой операции по счету;

– регистрация фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами;

– передача депоненту всей информации о ценных бумагах, полученной депозитарием от корпорации-эмитента или держателя реестра владельцев ценных бумаг.

Клиринговой деятельностью признается деятельность по оказанию клиринговых услуг в соответствии с утвержденными клиринговой организацией правилами клиринга, зарегистрированными в установленном порядке Банком России[3]. Клиринговая услуга — это услуга по осуществлению клиринга. В свою очередь, под клирингом

---

[1] *О рынке* ценных бумаг: Федер. закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ. Ст. 8.

[2] Там же. Ст. 7.

[3] *О клиринге,* клиринговой деятельности и центральном контрагенте: Федер. закон от 7 февраля 2011г. № 7-ФЗ. Ст. 2.

понимают определение подлежащих исполнению обязательств, обеспечение их исполнения, подготовку соответствующих документов по сделкам с ценными бумагами.

Следует иметь в виду, что корпорация непосредственно не может быть участником биржевых торгов и клиринга. Она может осуществлять операции с ценными бумагами на биржевом рынке по договору с брокерской компанией. Сама брокерская компания будет являться участником клиринга, т. е. лицом, которому клиринговая организация оказывает клиринговые услуги на основании заключенного с ним договора об оказании клиринговых услуг. Взаиморасчеты по операциям корпорации с ценными бумагами будут отражаться по ее торговым счетам, открытым в брокерской компании[1].

Организатор торговли — лицо, оказывающее услуги по проведению организованных торгов на товарном и (или) финансовом рынках на основании лицензии биржи или лицензии торговой системы[2].

Для того чтобы ценные бумаги корпорации-эмитента были допущены к торгам, она должна пройти процедуру листинга.

Листинг ценных бумаг — включение ценных бумаг организатором торговли в список ценных бумаг, допущенных к организованным торгам для заключения договоров купли-продажи, в том числе включение ценных бумаг биржей в котировальный список.

Любая корпорация при осуществлении эмиссионной или инвестиционной деятельности на фондовом рынке напрямую или опосредовано взаимодействует со всеми перечисленными профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

Наиболее наглядно проиллюстрировать взаимодействие корпорации с институтами финансовой индустрии можно на примере выхода корпорации на фондовый рынок путем *первичного публичного размещения ценных бумаг* (IPO). Данный термин применяется непосредственно к такому виду ценных бумаг, как акции, и подразумевает их допуск к торгам на фондовой бирже. При этом IPO является «первичным» с точки зрения первичности выхода компании на публичный рынок. Под «публичным» понимается распространение акций среди неограниченного круга индивидуальных и институциональных инвесторов.

Российское законодательство понятие IPO не определяет и не закрепляет механизм привлечения финансовых ресурсов на основе пер-

---

[1] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: УрГЭУ, 2017. С. 46.

[2] *Об организованных* торгах: Федер. закон от 21 ноября 2011 г. № 325-ФЗ. Ст. 2.

вичного публичного размещения. Наиболее близкими понятиями в российском законодательстве являются:

– *размещение эмиссионных ценных бумаг* — отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок;

– *эмиссия ценных бумаг* — установленная законом последовательность действия эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг;

– *публичное размещение ценных бумаг* — размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на организованных торгах;

– *публичное обращение ценных бумаг* — обращение ценных бумаг на организованных торгах или обращение ценных бумаг путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы.

В мировой практике существует несколько подходов к определению понятия IPO (табл. 12.2).

Таблица 12.2

Обзор точек зрения на понятие IPO

Авторы	Сущность понятия IPO
Ю. Бригхем, М. Эрхардт, В. Едронова, Т. Новожилова	IPO представляет собой публичную продажу акций компаний на бирже широкому кругу инвесторов, осуществляемую впервые, т. е. такой процесс, с помощью которого организация превращается в открытую публичную компанию
Д. Качановский, Ю. Данилов, Е. Руднева	IPO представляет собой первое публичное предложение акций на рынке, делающееся самим эмитентом или по его поручению андеррайтерами; андеррайтером может выступить профессиональный участник финансового рынка, имеющий лицензию на осуществление брокерской деятельности
С. Росс, Дж. Розенберг, Р. Вестерфилд, Б. Джордан	IPO — это процедура размещения ценных бумаг, как правило, обыкновенных или привилегированных акций или облигаций на открытом рынке впервые с целью привлечения капитала
Р. Брейли, С. Майерс, П. Шлык, Е. Патрушева	IPO — это процесс выпуска компанией новых акций и продажи их неограниченному кругу инвесторов с целью привлечения дополнительных денежных средств для компании, т. е. к IPO относятся как первое, так и последующее размещение акций, адресованное неограниченному кругу инвесторов
Я. Миркин	IPO — это привлечение финансирования на основе первого выхода компании на открытый рынок и размещения акций среди первичных инвесторов

На основе обобщения приведенных подходов можно сформулировать определение понятия первичного публичного размещения: *IPO представляет собой процесс первичного публичного размещения обыкновенных и привилегированных акций компании на открытом биржевом рынке, осуществляемое самим эмитентом или андеррайтером по его поручению среди широкого круга частных и институциональных инвесторов для привлечения финансовых ресурсов в целях своего развития.*

IPO характеризуется следующими признаками (рис. 12.4).

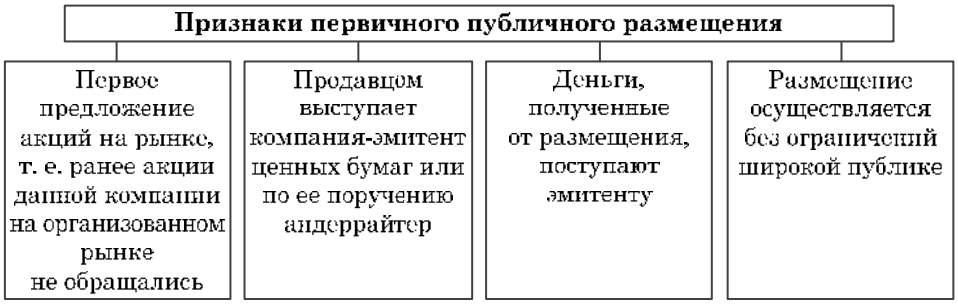

Рис. 12.4. Признаки первичного публичного размещения акций

Компания-эмитент при выходе на IPO преследует следующие *цели*:

– привлечение капитала на безвозвратной и бесплатной основе, с временным горизонтом свыше одного года;

– расширение круга собственников компании, в том числе выход на международные рынки капитала и привлечение иностранных инвесторов;

– получение справедливой оценки стоимости бизнеса;

– повышение стоимости (капитализации) компании;

– повышение ликвидности активов, что позволяет проще занимать средства на денежном и долговом рынках;

– выход первоначальных инвесторов из проекта;

– защита от противоправных действий государства и потенциальных рейдеров, защита от поглощения со стороны конкурентов или более крупных компаний;

– привлечение средств для слияний и поглощений других компаний;

– привлечение и удержание квалифицированных сотрудников;

– улучшение имиджа, рейтинговых оценок, репутации компании;

– снижение соотношения долга и капитала (долговой нагрузки) за счет увеличения собственного капитала эмитента;

– создание истории привлечения инвестиций, значение которой для развития компании аналогично значению кредитной истории, и др.

Проведение IPO способствует осуществлению эффективной и долгосрочной рекламной компании для фирмы, приводит к повышению доверия со стороны сотрудников, поставщиков, покупателей, к расширению рынка сбыта продукции, возможности проведения дальнейшей эмиссии ценных бумаг в целях развития компании.

Основные принципы осуществления IPO представлены на рис. 12.5.

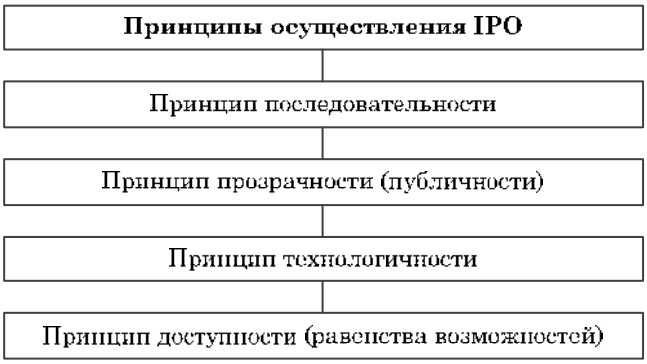

Рис. 12.5. Основные принципы осуществления IPO

Принцип последовательности означает, что, прежде чем акции компании будут допущены к торгам на бирже, она должна пройти ряд последовательных этапов, связанных с подготовкой к проведению IPO; непосредственным размещением акций среди неограниченного круга лиц; мероприятиями по взаимодействию с новыми собственниками.

Принцип прозрачности означает, что, поскольку компания становится публичной, у нее появляется обязанность по своевременному раскрытию достоверной информации о направлениях бизнеса, инвестиционных планах развития, структуре собственников, финансовой отчетности о результатах деятельности. Информация должна быть открытой и доступной широкому кругу потенциальных инвесторов.

Принцип технологичности связан с тем, что широкое распространение на глобальных финансовых рынках получили технологии электронной торговли, появились различные маркет-плейсы и вирту-

альные торговые площадки и цифровые сервисы, что существенно улучшило качество биржевой инфраструктуры, предоставило дополнительные возможности институтам финансовой индустрии, инвестиционным банкам более гибко реагировать на запросы клиентов, в том числе при предоставлении услуг на рынке первичных размещений.

Принцип доступности означает, что на финансовом рынке все участники обладают равными правами и возможностями, т. е. корпорации-эмитенты имеют право размещать свои долевые и долговые ценные бумаги на открытом публичном рынке, а инвесторы имеют возможности приобретать эти финансовые активы на биржевых торгах.

В качестве основных функций первичного публичного размещения акций можно назвать нижеследующие.

Функция стимулирования экономического роста посредством привлечения инвестиций в экономику. Корпорации используют инструменты финансового рынка для привлечения долгосрочных инвестиций, в том числе в перспективные отрасли, что, в свою очередь, стимулирует экономический рост. Существует положительная связь между развитием фондового рынка и ростом покупательной способности населения в том случае, если часть активов населения сосредоточена в акциях.

Функция, способствующая структурной перестройке экономики. Массовое проведение IPO приводит к переливу капитала в экономике, развитию перерабатывающих и наукоемких отраслей.

Информационная функция. Рынок первичных публичных размещений является индикатором состояния и перспектив развития экономики. Экономический рост приводит к повышению привлекательности акций, что способствует притоку капиталов на финансовый рынок. Приток капиталов, в свою очередь, приводит к росту курсовой стоимости акций и создает предпосылки для улучшения условий привлечения новых инвестиций и, как следствие, активизации экономического роста.

Функция стимулирования развития венчурного финансирования путем создания эффективного способа выхода венчурного инвестора из бизнеса с фиксацией прибыли.

Функция сдерживания инфляции, так как компании привлекают финансовые ресурсы не для целей потребления, а для модернизации оборудования, расширения производства, проведения научных разработок, внедрения инновационных технологий и выхода на новые рынки.

Функция повышения капитализации фондового рынка, увеличения оборота торгов и расширения спектра ликвидных инструментов. Повышение капитализации экономики в целом, которая представляет собой совокупность оценок по капитализации отдельных компаний, является одной из основных целей программы социально-экономического развития страны.

Выход компании на IPO является многоэтапным и длительным процессом. Средний срок между принятием решения о возможном первичном размещении и началом биржевых торгов для российских компаний обычно составляет около 3 лет, а при выходе на международные фондовые биржи — до 4 лет. За это время нужно обеспечить юридическую прозрачность компании, заработать репутацию надежного заемщика, повысить узнаваемость компании на том рынке, где будет производиться размещение. Процесс проведения первичного публичного размещения условно можно разделить на три этапа, детали и конкретные сроки которых могут меняться, однако сама структура остается постоянной (табл. 12.3).

Таблица 12.3

Этапы осуществления IPO российскими компаниями

Этап	Содержание этапа
1. Подготовка компании к IPO	IPO-диагностика; подготовка отчетности по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО); проведение структурных преобразований, совершенствование корпоративного управления; выбор времени для осуществления IPO; выбор биржевой площадки для проведения размещения; формирование команды по размещению; создание публичной кредитной истории (например, путем размещения облигационных займов); приобретение узнаваемости на рынке; проведение RoadShow
2. Проведение IPO	Непосредственное проведение IPO на организованной торговой площадке
3. Действия компании после IPO	Подготовка и утверждение компанией отчета об итогах выпуска; регистрация отчета об итогах выпуска; организация вторичного обращения акций на бирже; публикация регулярной отчетности; поддержание корпоративного сайта; раскрытие достоверной информации о существенных фактах деятельности компании; работа с инвесторами после размещения; борьба с биржевыми спекуляциями, направленными на значительное колебание котировок акций

Остановимся коротко на осуществляемых процессах.

1. Подготовка компании-эмитента к IPO.

IPO-диагностика позволяет оценить готовность к осуществлению первичного публичного размещения акций. Во время проведения IPO-диагностики анализируются наиболее важные аспекты успешного проведения размещения, оцениваются альтернативные источники финансирования с точки зрения стратегических целей компании и ее собственников, анализируется текущее состояние организации, составляется кратко- и среднесрочный прогноз ее развития.

Компания осуществляет *переход на международные стандарты составления финансовой отчетности* в целях обеспечения прозрачности отчетности, объективного и достоверного отражения финансового состояния и финансовых результатов деятельности компании. Унификация требований к отчетности позволяет инвесторам осуществлять анализ различных эмитентов, результатов их деятельности за равные временные промежутки.

Проведение структурных преобразований включает *совершенствование корпоративного управления*, необходимыми элементами которого являются создание и внедрение объективной системы прогнозирования и бюджетирования, включение независимых директоров в состав наблюдательного совета (совета директоров), создание профессиональной управленческой команды.

Как только компания объявила о намерении осуществить первичное публичное размещение ценных бумаг, ей *необходимо постоянно раскрывать информацию о своей деятельности*. Раскрытие информации — это процесс обеспечения ее доступности всем заинтересованным в ней лицам, гарантирующий ее нахождение и получение. Суть раскрытия информации на рынке ценных бумаг состоит в том, чтобы любое лицо, которое проявило интерес к данным ценным бумагам эмитента, могло бы свободно, без трудностей получить общедоступную информацию о компании и размещаемых ею ценных бумагах.

Важным фактором успешности проведения IPO является выбор наиболее *благоприятного времени его осуществления*. На выбор времени повлияют готовность компании к реализации данного проекта, потребность в финансировании, окончательный переход на МСФО, завершение реструктуризации бизнеса, готовность рынка к появлению дополнительного объема ценных бумаг конкретной корпорации-эмитента, отсутствие или небольшое число первичных публичных размещений других компаний данной отрасли в этот же период времени и др.

Далее перед компанией-эмитентом встает проблема *определения биржевой площадки для размещения ценных бумаг*.

Можно назвать следующие критерии, которые окажут влияние на выбор места проведения IPO:

– цена и объем размещения;
– потенциал роста котировок;
– активность торгов;
– ликвидность акций;
– целевая группа инвесторов;
– финансовые показатели эмитента, его публичная история;
– сроки реализации проекта;
– способ размещения;
– затраты;
– имиджевые эффекты и др.

Корпорация-эмитент должна оценить свои финансовые возможности, сопоставить масштабы хозяйственной деятельности, объемы привлекаемых средств и расходы на реализацию IPO.

Важное значение будут иметь усилия компании по *формированию профессиональной команды для размещения*, а также *создание публичной кредитной истории*. В этих целях компания может реализовать вексельную программу либо разместить облигационный заем со среднесрочным горизонтом заимствований.

Приобретение узнаваемости компании-эмитента на рынке напрямую связано с *осуществлением RoadShow*. RoadShow предполагает проведение серии информационных публичных презентаций, направленных на выявление и фиксацию интереса потенциальных инвесторов к акциям корпорации. В ходе таких презентаций осуществляется демонстрация перспектив компании, ее конкурентного положения на рынке, уникальных характеристик продукции, услуг, финансовых результатов.

2. Проведение IPO.

В зависимости от степени готовности компании и конъюнктуры финансового рынка *непосредственное размещение ценных бумаг* занимает от 4 до 12 месяцев и включает такие процессы, как сбор финансовых данных, маркетинговой информации, проведение финансовой и юридической проверки финансово-хозяйственной деятельности компании, подготовка проспекта ценных бумаг, проведение маркетинговой кампании и предложение акций на продажу. В завершение второго этапа проведения первичного публичного размещения происходит отчуждение акций их первым владельцам и получение компанией финансовых ресурсов.

3. Действия компании-эмитента после IPO.

Прежде всего компания должна *подготовить*, *утвердить* и *зарегистрировать отчет об итогах выпуска*. Государственная регистрация отчета об итогах выпуска — это предоставление в установленные сроки документа определенной формы, содержащего сведения о дате начала и окончания размещения ценных бумаг, фактической цене размещения, количестве размещенных ценных бумаг, общем объеме поступлений от размещения. Отчет об итогах выпуска представляется компанией в регистрирующий орган не позднее 30 дней после окончания срока размещения ценных бумаг.

После проведения IPO компания должна *регулярно раскрывать информацию о существенных фактах своей деятельности* путем опубликования сообщения о таких фактах в ленте новостей и на странице в сети Интернет. Среди примеров существенных фактов, подлежащих обязательному раскрытию, можно назвать решения, принятые общим собранием акционеров, появление у компании-эмитента подконтрольной ей организации или прекращение оснований контроля над такой организацией, начисленные и выплаченные доходы по эмиссионным ценным бумагам компании и др. Компания должна вести постоянную работу с инвесторами, как с действующими, так и с потенциальными.

Процесс выхода компании на рынок IPO представляет собой взаимодействие основных участников первичного публичного размещения, характеристика которых представлена ниже.

Компания-эмитент — это юридическое лицо, которое осуществляет IPO, несет от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими. Эмитенты формируют спрос на финансовые ресурсы, ставят своей целью выход на мировой рынок капиталов, повышение конкурентных преимуществ бизнеса. Со стороны компании в процессе IPO участвуют продающие акционеры, топ-менеджеры, различные службы компании (финансовый, юридический и инвестиционный отделы, бухгалтерия, PR-служба, IR-служба).

Инвесторы — это физические или юридические лица, приобретающие ценные бумаги от своего имени и за свой счет с целью получения максимального дохода при минимальном риске и диверсификации инвестиционного портфеля. Инвесторы формируют предложение финансовых ресурсов, способствуют развитию отдельных компаний, отраслей, экономики в целом.

Команда организаторов размещения традиционно включает лид-менеджера (андеррайтера, организатора), юридического консультанта, независимого аудитора, PR-агентства.

Андеррайтер — это лицо, принявшее на себя обязанность разместить ценные бумаги от имени эмитента или от своего имени, но за счет и по поручению эмитента за определенное вознаграждение. Андеррайтинг является одной из функций брокера. Андеррайтером, который играет ведущую роль при осуществлении IPO, чаще всего является крупный инвестиционный банк. Если IPO производится за рубежом, то организаторами и андеррайтерами обычно становятся международные инвестиционные банки, а при внутренних размещениях предпочтение отдается российским институтам финансовой индустрии.

Функции андеррайтера:

– подготовка аналитических материалов;

– разработка плана и схемы IPO;

– взаимодействие с регулирующими органами, инвесторами, биржами;

– формирование книги заявок — списка всех приказов на покупку и продажу;

– предоставление услуг по проведению RoadShow;

– координирование работы команды проекта;

– непосредственное осуществление андеррайтинга и др.

Андеррайтер помогает установить цену на ценные бумаги, обеспечивающую привлекательность компании и достаточный доход.

Компания вместе с андеррайтером окончательно выбирает биржевую площадку; определяет диапазон возможной цены размещения; размер пакета акций, выставляемый на торги; желаемую структуру инвесторов.

Выбирая андеррайтера, компания-эмитент учитывает следующие критерии:

– наличие у андеррайтера опыта проведения IPO в отрасли деятельности эмитента;

– наличие штата высококвалифицированных специалистов;

– наличие связей с торговыми площадками;

– стоимость услуг;

– наличие собственного пула инвесторов;

– возможность поддерживать курс ценных бумаг после размещения.

Если на финансовый рынок выходит крупная компания со значительным объемом эмиссии, создаются синдикаты андеррайтеров — группы инвестиционных банков, покупающих ценные бумаги первичного размещения для открытой продажи. В таком объединении каждому участнику отводится своя роль и зона ответственности. Услуги андеррайтеров оплачиваются достаточно высоко, поскольку они берут на себя определенную часть рисков.

В среднем стоимость услуг андеррайтеров при IPO составляет 7–10 % от объема эмиссии.

Юридические консультанты осуществляют юридическое сопровождение сделки, в том числе выявление потенциальных рисков для инвесторов. По итогам работы юридические консультанты составляют заключение, которое обеспечивает правовую прозрачность сделки и доверие к эмитенту со стороны различных групп инвесторов.

При выходе компании на IPO юридические консультанты представляют интересы и эмитента, и андеррайтеров.

Основные функции юридических консультантов:

– разработка оптимального временного графика IPO и согласование с компанией и андеррайтером последовательности действий;

– содействие в разработке бизнес-плана, профиля компании и проспекта ценных бумаг;

– подготовка финансовых отчетов в соответствии с законодательными требованиями, регистрационных документов, подаваемых в Банк России и на биржу;

– проверка юридической правильности всех документов;

– обеспечение юридического сопровождения по вопросам процесса размещения.

Независимые аудиторы выступают гарантами достоверности предоставляемой эмитентом информации, проводят аудит финансовой отчетности, участвуют в формировании проспекта ценных бумаг. Под аудитом понимают независимую проверку бухгалтерской (финансовой) отчетности аудируемого лица (компании-эмитента) в целях выражения мнения о достоверности такой отчетности. В зависимости от требований бирж аудит проводится за период от одного года до трех лет, а также за последний промежуточный период. Аудит необходим на всех стадиях процесса IPO, так как после завершения размещения акций компании нужна регулярная консультационная поддержка и сопровождение.

Биржа — это организатор торговли на рынке ценных бумаг, торговая площадка, на которой компания производит IPO. Эмитенты са-

мостоятельно выбирают торговую площадку, основываясь на тех критериях, которые были рассмотрены выше.

PR-фирма — фирма по связям с общественностью — предоставляет услуги при проведении RoadShow, поддерживает контакты с будущими инвесторами и СМИ, проводит презентации и мероприятия для повышения заинтересованности общества к компании и бренду.

В среднем издержки российских компаний на организацию и проведение IPO достигают 18–20 % от объема привлеченных средств. Для оценки затрат на проведение IPO компании-эмитенты составляют смету расходов, включающую *прямые* и *косвенные расходы*.

Примерные расходы российских компаний на первичное публичное размещение представлены в табл. 12.4.

Таблица 12.4

Примерные расходы компаний на проведение IPO

Статья расходов	Стоимость			Комментарии
	min	средняя	max	
Прямые расходы				
Услуги инвестиционного банка (координация проекта, оценка финансового состояния компании, экспертиза бизнес-плана, анализ информации для включения в информационный меморандум и др.), % от суммы эмиссии	5	7	9	
Услуги юридического консультанта (составление и экспертиза проспекта акций, информационного меморандума, прочей документации), тыс. долл.	50	125	200	В зависимости от сложности и объема работы
Услуги аудитора (аудит финансовой отчетности, проведение duediligence и пр.), тыс. долл.	200	250	300	
Создание отдела для подготовки обязательной отчетности для публичной компании, тыс. долл.	4,50	12,25	20,00	3–5 сотрудников
Расходы на раскрытие информации перед инвесторами (документирование политики в сфере раскрытия информации, содержание корпоративного сайта, печать и распространение отчетов), тыс. долл.	10	30	50	В зависимости от сложности и объема работы
Косвенные расходы				
Увеличение налоговой нагрузки в результате создания прозрачной финансовой модели, % от выплат в бюджет до проведения IPO	170	225	280	В зависимости от новой финансовой модели

Окончание табл. 12.4

Статья расходов	Стоимость			Комментарии
	min	средняя	max	
Налоговые потери при построении юридической структуры, % от величины объема реализации	0,50	2,75	5,00	
Внедрение корпоративной информационно-аналитической системы для подготовки финансовой отчетности, тыс. долл.	500	3250	6000	В зависимости от функциональности системы
Реорганизация и совершенствование корпоративного управления (заработная плата независимых директоров, разработка кодекса корпоративного поведения, описание процедур проведения собраний акционеров и т. д.), тыс. долл.	50	85	120	В зависимости от статуса привлекаемых консультантов
Создание комитета по компенсациям и вознаграждениям, тыс. долл.	12	36	60	
Создание комитета по внутреннему контролю, тыс. долл.	20	50	80	
Создание службы стратегического планирования, тыс. долл.	20	50	80	
Создание службы по связям с инвесторами, тыс. долл.	80	240	400	

Таким образом, готовясь к выходу на IPO, компании-эмитенты должны быть готовы к значительным финансовым затратам.

После завершения первичного публичного размещения акций все изменения в составе акционеров компании обязательно фиксируются регистратором.

Права владельцев эмиссионных ценных бумаг удостоверяются записями в электронной форме на лицевых счетах в системе ведения реестра. Регистратор является единственным лицом, имеющим возможность подтвердить права акционера и возможность предоставить информацию о таких акционерах эмитенту. Нередко пакеты акций учитываются не в реестре, а на счетах номинальных держателей, в качестве которых выступают депозитарии. Регистратор открывает счет депозитарию как номинальному держателю и переводит к нему ценные бумаги клиента-инвестора. Номинальный держатель (депозитарий), собрав ценные бумаги этого эмитента, принадлежащие многим клиентам-инвесторам, записывает их на счета депо. При передаче ценных бумаг от одного клиента к другому делаются соответствующие записи по счетам депо в депозитарии, при этом регистратору известно только общее количество ценных бумаг, находящихся в этом

депозитарии. Периодически (например, при выплате дивидендов или при проведении общих собраний акционеров) сведения о владельцах ценных бумаг передаются регистратору, но вся информация о результатах сделок фиксируется в депозитарии, тесно связанном с торговой системой.

В целях ускорения электронного документооборота между зарегистрированными лицами, акционерными обществами и регистратором, а также минимизации затрат, связанных с учетом прав собственности на ценные бумаги, многими регистраторами создаются личные кабинеты эмитента.

Возможные услуги, предоставляемые личным кабинетом эмитента, представлены в табл. 12.5.

Таблица 12.5

Возможности личного кабинета для эмитента

Возможности личного кабинета	Предоставляемые услуги
Взаимодействие с регистратором по вопросам получения информации из реестра	Формирование и направление запросов на получение информации из реестра в режиме реального времени; контроль состояния запросов; информация о сроках исполнения запросов в соответствии с программой обслуживания; информация о готовности документов по запросам; email-оповещение о готовности документов; архив запрошенной информации
Взаимодействие с регистратором при подготовке и проведении общего собрания акционеров	Направление сообщений, бюллетеней, материалов и иной информации номинальному держателю; запрос на оказание услуг по выполнению функций счетной комиссии; выбор даты и времени проведения собрания из календаря доступных дат; заявка на оказание дополнительных услуг, в том числе рассылка материалов собрания почтовой связью, выполнение функций технического ведущего; расчет стоимости услуг регистратора по проведению собрания; формирование и печать договора на оказание услуг счетной комиссии и счета на их оплату; формирование и печать сообщения о проведении собрания и бюллетеней для голосования
Наличие всей финансовой информации в одном месте	Получение счетов, актов выполненных работ, счетов-фактур сразу после их выставления, в том числе подписанных усиленной квалифицированной электронной подписью; состояние расчетов с регистратором

Окончание табл. 12.5

Возможности личного кабинета	Предоставляемые услуги
Контроль актуальности информации о своей компании в реестре	Просмотр анкетной информации, предоставленной регистратору, сведений о единоличном исполнительном органе, уполномоченных лицах, контактных данных; заполнение и печать бланков для подачи регистратору в бумажном виде с целью корректировки информации об эмитенте, изменения списка уполномоченных лиц, обновления информации в соответствии с требованиями законодательства о ПОД/ФТ; просмотр информации о наличии ненулевого счета номинального держателя
Оптимизация пакета услуг в зависимости от потребностей эмитента	Просмотр пакета услуг, входящих в действующую программу обслуживания; подача заявки на изменение программы обслуживания; подача заявки на подключение сервиса электронного взаимодействия «ЭмитентИнформСервис» для возможности мониторинга и получения от регистратора юридически значимой информации из реестра в режиме онлайн
Возможность всегда быть в курсе актуальной информации	Актуальная информация о новациях законодательства; новости регистратора; получение приглашений для участия в бесплатных семинарах, проводимых регистратором по вопросам корпоративного права
Возможности удаленного доступа	Возможность видеть счета эмитента в реестре акционеров; получение статистических отчетов о балансе реестра; получение информации о выплаченных дивидендах по каждому периоду начисления каждому получателю доходов
Оплата по QR-коду услуг регистратора	Сканирование кода с помощью камеры устройства; автоматический ввод данных платежного поручения
Получение информации о голосовании	Получение информации о ходе заочного голосования на общих собраниях акционеров (по каждому вопросу повестки общего собрания акционеров и по каждому акционеру), а также об итогах голосования
Мобильное приложение эмитента	Запрос и получение эмитентом информации из реестра, актов сверки; заявка на оказание услуги по регистрации ценных бумаг; доступ к архиву запросов эмитента к регистратору, к финансовым документам; общение с регистратором; информация о персональных менеджерах эмитента

Личный кабинет эмитента способствует решению целого ряда проблем: значительно экономится время, увеличивается скорость и оперативность обмена информацией, аннулируются затраты на почтовые отправления и бумагу, взаимодействие с регистратором становится более комфортным, а сами действия регистратора более клиентоориентированными.

Вопросы для самопроверки

1. С какими институтами финансовой индустрии взаимодействует корпорация при осуществлении эмиссионной деятельности?
2. Назовите цели выхода корпорации на первичное публичное размещение акций (IPO).
3. Каким образом корпорация-эмитент взаимодействует с прямыми финансовыми посредниками в процессе выхода на публичный рынок?
4. Каким образом корпорация-эмитент взаимодействует с инфраструктурными финансовыми посредниками в процессе выхода на публичный рынок?
5. Какие возможности предоставляет корпорациям личный кабинет эмитента, созданный регистраторами?

12.3. Инвестиционная деятельность корпорации на финансовом рынке

Корпорация на финансовом рынке выступает в статусе инвестора, осуществляя вложения денежных средств в активы финансового рынка и формируя инвестиционный портфель. Сущность инвестиций в реальный капитал, оценка их эффективности, источники финансирования инвестиционных проектов корпорации в целях воспроизводства основного капитала подробно изложены в гл. 4. В данной главе мы рассматриваем деятельность корпорации как эмитента и инвестора именно на финансовом рынке, поэтому говорить об инвестиционной деятельности корпорации будем в контексте формирования и управления портфелем ценных бумаг и финансовых инструментов. В табл. 12.6 систематизированы и охарактеризованы основные фондовые операции корпорации, связанные с инвестиционной деятельностью на финансовом рынке.

Финансовые инвестиции представляют собой вложение капитала в различные финансовые активы и инструменты. К ним относят вложения в ценные бумаги различного вида, а также банковские депозитные вклады. Финансовые инвестиции обычно затрагивают только финансовую сферу деятельности корпорации-инвестора и регулируются в первую очередь Федеральным законом от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Этот вид инвестиций чаще всего подразумевает выход компании на фондовый рынок и активное взаимодействие с институтами финансовой индустрии.

Таблица 12.6

Основные фондовые операции корпорации, связанные с инвестиционной деятельностью

Операция	Сущность и последовательность выполнения
1. Купля-продажа ценных бумаг в процессе обращения	Осуществляется для участия в процессе управления компаниями, получения доходов, возможности стать кредитором, для получения денежного эквивалента рыночной стоимости при продаже ценных бумаг. Реализуется при помощи объявления о намерении купли-продажи ценных бумаг, обсуждения предложений, совершения сделок и их регистрации, передачи новым владельцам ценных бумаг, свидетельств о владении или выписок из реестров
2. Хранение ценных бумаг	Хранение документарных ценных бумаг осуществляется в целях их защиты от хищения или иных причин утраты. Для этого заключается договор с депозитарием на хранение, учет и переход прав на обездвиженные ценные бумаги. Свидетельством собственности компании на обездвиженные документарные ценные бумаги будет расписка о приеме на хранение ценных бумаг на счете «депо»
3. Управление ценными бумагами	Управление ценными бумагами поручается специализированным организациям — управляющим компаниям. При этом заключается полный или агентский трастовый договор. Полный трастовый договор предоставляет доверенному юридическому лицу права на осуществление всех операций на фондовом рынке. Агентский договор предоставляет право уполномоченному лицу совершать отдельные операции на рынке ценных бумаг
4. Залог ценных бумаг	Залоговое обеспечение предоставляется при получении банковских кредитов, активизируются операции с ценными бумагами
5. Маркетинговые исследования	Проводятся исследования по изучению определенных сегментов рынка ценных бумаг, оценке их инвестиционных качеств, оценке инвестиционного риска
6. Оценка инвестиционного риска на рынке ценных бумаг	Осуществляется мониторинг рынка ценных бумаг в целях определения возможности и выбора метода оценки инвестиционного риска, расчета вероятного инвестиционного риска и определения вариантов его снижения
7. Формирование портфеля ценных бумаг	Осуществляется для уменьшения инвестиционного риска, диверсификации финансовых вложений, расширения финансовых возможностей корпорации. Реализуется через мониторинг состояния рынка ценных бумаг, оценку возможных инвестиционных решений эмитентов, оценку риска различных вариантов вложений капитала. Разрабатывается стратегия формирования типа портфеля, варианты инвестиционных программ, дается прогнозная оценка доходности операций с ценными бумагами

Формирование инвестиционного портфеля корпорации осуществляется с учетом того, что:

– общий объем инвестиционных ресурсов корпорации ограничен;

– имеется ряд объектов инвестиций (проектов), по отдельности удовлетворяющих условиям доходности и по общему объему превышающих имеющийся объем инвестиций, т. е. возникает проблема выбора.

Корпорации необходимо составить такой портфель финансовых инвестиций, который бы обеспечивал максимально возможный прирост ее капитала.

Портфель финансовых инвестиций — это более мобильная часть общего инвестиционного портфеля, которая формируется, как правило, за счет собственных средств корпорации, она менее капиталоемкая и более ликвидная, способна приносить доход в более короткие сроки, чем при вложениях в долгосрочные реальные проекты. Экспертные оценки показывают, что эффективность финансовых вложений в ценные бумаги (доходность вложений) на 95 % определяется тем, в какие финансовые инструменты осуществляются вложения, на 4 % — выбором конкретной ценной бумаги и на 1 % — моментом (временем) приобретения ценной бумаги. Оптимальное количество ценных бумаг в портфеле, по данным экспертов, находится в диапазоне от 8 до 20 различных финансовых инструментов. В инвестициях в финансовые активы в первую очередь важно получение дохода (или достижение иного эффекта) при стабильном уровне безопасности. Кроме того, важна отраслевая и производственная специфика компании-эмитента, так как от этого будет зависеть и оценка инвестиционных качеств выбираемого финансового инструмента.

При наличии свободных денежных средств для любой компании целесообразно формировать инвестиционный портфель. Конечно, производственные компании в первую очередь ориентируются на реальные инвестиции, но финансовые инвестиции позволяют в большей степени достичь цели роста дохода. У корпорации есть возможность реализовать как прямое, так и косвенное инвестирование.

Прямые финансовые инвестиции предполагают самостоятельный выбор инвестором-корпорацией объекта вложения средств и распоряжения данными средствами, в отличие от *косвенных инвестиций*, когда вложения осуществляются через финансовых посредников.

Ценные бумаги позволяют реализовать различные инвестиционные стратегии, поэтому в зависимости от целей инвестора такие инвестиции могут быть *стратегическими* или *портфельными*.

Если целью инвестора является получение контроля над компанией — эмитентом ценных бумаг, то он приобретает определенное количество голосующих акций эмитента. Таким способом он получает

долю в уставном капитале последнего, а значит, и возможность влиять на стратегические управленческие решения, принимаемые собранием акционеров. Нетрудно заметить, что этот вид инвестиций также позволяет реализовать различные стратегии слияния и поглощения компаний.

Если же интерес инвестора сосредоточен только на получении дохода, то он может приобретать ценные бумаги более широкого спектра (акции, облигации, производные ценные бумаги), учитывая характеристики их доходности и собственное восприятие риска. При этом совокупность приобретенных ценных бумаг будет составлять финансовый инвестиционный портфель, а инвестиции, соответственно, будут портфельными. Управление портфелями ценных бумаг является еще одной сферой деятельности прямых финансовых посредников. В частности, консалтинговые, экспертные, информационно-аналитические услуги традиционно являются важнейшей частью бизнеса специализированных инвестиционных банков.

Понятие инвестиционного портфеля корпорации в целом является более широким, чем понятие портфеля ценных бумаг. Основная задача портфельного инвестирования — улучшить условия инвестирования, придав совокупности ценных бумаг такие инвестиционные характеристики, которые недостижимы с позиции отдельно взятой ценной бумаги и возможны только при их комбинации[1].

Только в процессе формирования портфеля достигается новое инвестиционное качество с заданными характеристиками. Таким образом, портфель ценных бумаг является тем инструментом, с помощью которого инвестору обеспечивается требуемая устойчивость дохода при минимальном риске.

Финансовые инвестиции ориентированы в основном на получение дохода, на усиление места корпорации на рынке, на ее участие в управлении деятельностью других хозяйствующих субъектов.

Можно выделить целый ряд направлений вложения средств в финансовые активы.

1. *Покупка акций.*

Основная цель вложений в акции любого инвестора — это получение дохода в виде дивидендов и курсовой разницы стоимости акций. Как правило, корпорации редко вкладываются в акции для максимизации прибыли таким способом. Это объясняется тем, что

---

[1] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: УрГЭУ, 2017. С. 90–91.

портфель долевых ценных бумаг создает для инвестора риск неопределенности будущих денежных потоков, которого производственная компания стремится избегать. Поэтому, если даже корпорация и держит часть своих долгосрочных финансовых вложений в акциях с целью получения дивидендов, то производит полную диверсификацию портфеля, т. е. формирует инвестиционный портфель в полном соответствии со структурой рыночного портфеля.

Чаще всего корпорация вкладывается в акции для оказания влияния на какое-либо предприятие с целью контроля его менеджмента или поглощения конкурента, для вертикальной или горизонтальной интеграции в единый холдинг с целью увеличения доли рынка, снижения издержек, повышения конкурентоспособности и т. п. Считается, что для контроля над компанией необходимо скупить контрольный пакет — 50 % + 1 акция. Но это может быть неоправданно дорого. На самом деле пакет акций, который необходимо приобрести для контроля, зависит от распыленности акций по акционерам. Если, условно, никому не принадлежит больше 5 % акций, то, вполне вероятно, достаточно приобрести всего 15 %, чтобы контролировать компанию. А затем наращивать свой пакет только в том случае, если кто-то другой начал активную скупку акций. При этом стоит учитывать, что если цель — это приобретение контроля и влияния, то покупать нужно обыкновенные акции, по которым в отличие от привилегированных может не быть дивидендов, но они дают право голоса на собрании акционеров.

Поскольку контроль над акционерным обществом позволяет использовать все его финансовые потоки, оптимизировать налоговые платежи и т. д., то, осуществляя инвестиции с подобной целью, необходимо проанализировать возможности эффективного использования собственности.

Кроме всего прочего, долговременные инвестиции в акции выбранной компании могут осуществляться, например, и с целью размещения собственных эмиссий. Инвестирование осуществляется путем обеспечения технологических, экономических или иных взаимосвязей. Это было характерно для периода активной эмиссионной деятельности банков. В настоящее время волна банковских эмиссий пошла на спад и банки активно занялись приобретением акций с целью контроля над собственностью, рассматривая данную операцию как способ увеличения своего экономического потенциала.

2. *Покупка облигаций*.

Особенности вложения в облигации определяются их отличиями от акций (табл. 12.7).

Таблица 12.7

Сравнительный анализ акций и облигаций в соответствии с целями инвестора

Вид ценных бумаг	Цели инвестора		
	Риск	Доходность	Рост
Облигации			
Краткосрочные	Наиболее высокий уровень	Наиболее устойчивая	Самый медленный
Долгосрочные	Менее высокий, чем у краткосрочных облигаций, но выше, чем у акций	Достаточно устойчивая	В зависимости от конкретного вида
Акции			
Привилегированные	Хороший уровень	Достаточно устойчивая	Зависит от конкретного эмитента
Обыкновенные	Низкий уровень	Колеблется в широком диапазоне	Наиболее быстрый

Считается, что при формировании и управлении портфелем облигаций инвестор может преследовать три стратегические цели:

1) добиться высокого уровня постоянного дохода, получаемого через определенные промежутки времени;

2) аккумулировать денежные средства, чтобы достичь запланированной суммы к определенной дате;

3) повысить отдачу портфеля либо за счет удачного прогноза движения процентной ставки, либо путем получения прибыли за счет изменения соотношения цен и доходности к погашению облигации[1].

При достаточно длительном сроке обращения, который может достигать 5–10 лет, облигации, как правило, гарантируют фиксированный доход своим владельцам, а стоимость капитала для компании-заемщика обычно несравнимо ниже, чем при использовании краткосрочных ценных бумаг.

3. *Покупка вкладов в уставные капиталы ООО.*

По целям и смыслу такая покупка ничем не отличается от покупки акций. В этом случае необходимо ориентироваться на вложения в какие-либо перспективные проекты и предприятия. Наибольший доход приносят быстро набирающие обороты стартапы, которые нужно отслеживать и фиксировать, вкладывая туда свободные средства.

---

[1] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: УрГЭУ, 2017. С. 92–93.

4. *Сохранение корпорацией накоплений с получением по ним процента больше, чем депозит в банке.*

Для этого нужно вкладывать денежные средства в акции компаний — «голубых фишек» (крупнейшие предприятия в России и мире). Список крупнейших российских компаний, акции которых являются самыми ликвидными, представлен на сайте Московской биржи в разделе «База расчета Индекса голубых фишек». Также есть расширенный список на 50 и 100 предприятий, предприятий второго эшелона и т. д. Большинство западных «голубых фишек» входят в американский индекс Доу-Джонса, рассчитанный на основе акций 30 крупнейших компаний США. Однако стоит иметь в виду, что в краткосрочном и среднесрочном периодах акции могут существенно падать в цене.

Самым надежным инструментом сохранения средств компаний являются облигации федерального займа и суверенные еврооблигации. В отличие от акций, на купонные облигации начисляется фиксированный процент независимо от рыночной стоимости облигации и состояния дел у эмитента. Процент начисляется на номинал облигации, но поскольку их можно приобрести по более низкой цене, то возникает дополнительный доход: разница между рыночной ценой облигации и ее номинальной стоимостью.

5. *Скупка долговых обязательств компании: кредиторской задолженности (дебиторской у кредитора), векселей и облигаций должника.*

Это еще один из способов долгосрочных финансовых вложений в другие компании с целью увеличения прибыли или контроля над ними. Покупка долговых обязательств — это прежде всего уступка права требования просроченной дебиторской задолженности, осуществляемая на возмездной основе. Согласно ст. 382 Гражданского кодекса РФ приобретение долгов оформляется договором цессии (уступка права требования). Для приобретения долгов они должны быть удостоверены документами, подтверждающими само наличие долга, «принадлежность его кредитору», просроченность по выплатам и иные сопровождающие сделку документы: договоры, контракты, акты сверок, платежные документы, гарантийные письма, исполнительные листы, расписки и т. д. В качестве обеспечения по долгам могут выступать недвижимость, земельные участки, заводские комплексы, машины, оборудование, облигации, акции и т. д. Стоимость долговых обязательств колеблется от 40 до 70 % от суммы долга в зависимости от полноты и правильности оформленных документов; платежеспособности и местонахождения предприятия-должника; его

имущественных и финансовых активов; от момента продажи — до суда, во время или после суда (как правило, суды в отношении юридических лиц решают вопросы в пользу кредиторов). Обычно долги приобретаются через специализированные коллекторские агентства, которые берут за свою работу от 5 до 15 %.

Скупка облигаций также может рассматриваться как один из способов агрессивного поглощения компаний — долговой захват, который может быть представлен следующей схемой: компания-агрессор (инициатор сделки) скупает облигационный заем, затем под предлогом невыплаченного или просроченного кредита получает решение суда о санации и таким образом входит в органы управления компанией или же полностью забирает ее имущественный комплекс.

Таким образом, корпорация-инвестор, исходя из конкретных целей, может формировать самые разные по составу и структуре инвестиционные портфели. Структура портфеля определяется отношением инвестора к риску. Формируя портфель, любой инвестор стремится получить как можно большую доходность портфеля при минимально возможном риске.

Портфель крупного инвестора, как правило, состоит из нескольких структурных частей. К одной части могут применяться методы активного управления, к другой — пассивного. Можно использовать различные комбинации указанных моделей.

Существует два варианта управления инвестиционным портфелем корпорации:

– выполнение управленческих функций держателем портфеля путем создания специального структурного подразделения;

– передача всех функций по управлению портфелем другому юридическому лицу — доверительному управляющему на основе договора доверительного управления имуществом (включая ценные бумаги). Независимо от используемой при управлении портфелем стратегии эффективность такого управления должна иметь количественную оценку.

Лучшим и наиболее понятным показателем *эффективности управления портфелем* является среднегодовая доходность портфеля, исчисленная за анализируемый период. Но инвестиционный портфель крупной корпорации, который состоит из реальных и финансовых инвестиций, может создавать сложный денежный поток, неравномерный по времени, особенно если применяется какая-либо активная стратегия. Поэтому оценка результативности управления портфелем строится на определении фактической доходности и риска портфеля за рассматриваемый период.

На практике приходится сравнивать результаты управления портфелем различных менеджеров. Если сравнивать портфели только на основе их абсолютных значений, то, как правило, сложно сделать правильную оценку. Например, доходность одного портфеля за год составила 150 %, а второго — 100 %. Результаты управления первым портфелем кажутся более предпочтительными. Однако если его риск был в два раза больше риска второго портфеля, то более успешным оказался второй менеджер.

Соответственно, для оценки эффективности управления портфелем используют относительные показатели, которые учитывают как доходность, так и риск портфеля.

Первый показатель называют коэффициентом Шарпа, он рассчитывается по формуле

$$RVAR = \frac{Rp - Rf}{O'}, \tag{12.1}$$

где Rp — средняя доходность портфеля за период; Rf — безрисковая ставка доходности; O' – ожидаемый риск портфеля.

Коэффициент Шарпа учитывает доходность портфеля, полученную сверх ставки без риска, и весь риск, как рыночный, так и нерыночный.

Второй показатель — коэффициент Трейнора. В качестве меры риска здесь выступает бета портфеля. Рассчитывается по формуле

$$RVOL = \frac{Rp - Rf}{\beta}, \tag{12.2}$$

где β — мера риска портфеля.

Показатель Шарпа в качестве риска учитывает стандартное отклонение, и поэтому его следует использовать инвестору, портфель которого не является широко диверсифицированным. Показатель Трейнора лучше подходит для диверсифицированного портфеля. Чем выше значения коэффициентов, тем лучше результаты управления.

Если в портфель включается безрисковый инструмент, например государственные ценные бумаги, то используется модель Тобина. Расчет производится по формуле

$$VAR = Rf + \beta \times (Rp - Rf). \tag{12.3}$$

Предложенные модели оценки эффективности управления инвестиционным портфелем являются базовыми и в зависимости от конкретных условий могут быть модифицированы.

Принятие корпорацией инвестиционного решения по формированию портфеля предполагает понимание основ взаимосвязи риска и доходности. В общем виде процесс принятия инвестиционного решения с учетом специфики инвестиционных целей корпорации и фактора риска может быть представлен следующим образом:

– оценка ожидаемой доходности инвестиций;

– оценка приемлемого уровня риска при рассмотрении альтернативных вариантов инвестирования;

– формирование портфеля как набора инвестиционных инструментов с наибольшим уровнем доходности и приемлемым уровнем риска[1].

Вопросы для самопроверки

1. С какими институтами финансовой индустрии взаимодействует корпорация при осуществлении инвестиционной деятельности?
2. Назовите и коротко охарактеризуйте операции с ценными бумагами, связанные с инвестиционной деятельностью корпорации.
3. Охарактеризуйте основные направления вложения средств корпорации в финансовые активы.
4. Назовите стратегические цели компании при формировании и управлении портфелем облигаций.
5. Назовите относительные показатели, применяемые для оценки эффективности управления портфелем.

Литература по теме

Леонтьев В. Е., Бочаров В. В., Радковская Н. П. Корпоративные финансы: учеб. для вузов. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2022. 354 с.

Лимитовский М. А., Паламарчук В. П., Лобанова Е. Н. Корпоративный финансовый менеджмент: учеб.-практ. пособие / отв. ред. Е. Н. Лобанова. М.: Юрайт, 2021. 990 с.

Рынок ценных бумаг: учебник / В. А. Татьянников, Е. А. Разумовская, Т. В. Решетникова и др.; под общ. ред. В. А. Татьянникова. Екатеринбург: УрГЭУ, 2019. 496 с.

---

[1] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: УрГЭУ, 2017. С. 98.

Теплова Т. В. Корпоративные финансы: учеб. для бакалавров. М.: Юрайт, 2013. 655 с.
Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А. Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: УрГЭУ, 2017. 124 с.
Участники, инструменты, технологии инвестирования на финансовом рынке: учеб. пособие / А. И. Решетников, Т. В. Решетникова, В. А. Татьянников, Т. А. Чилимова. Екатеринбург: УрГЭУ, 2017. 132 с.

Основные термины

Финансовая услуга — экономическая категория, позволяющая трансформировать денежные средства юридических и физических лиц в капитал на банковском и фондовом рынках.

Эмитент — юридическое лицо, исполнительный орган государственной власти, орган местного самоуправления, которые несут от своего имени или от имени публично-правового образования обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных этими ценными бумагами.

Доходность ценных бумаг — возможность определенных ценных бумаг приносить доход своему владельцу.

Ликвидность — инвестиционное качество ценных бумаг, которое связано с возможностью быстро превратить ценную бумагу в денежные средства.

Риск (надежность) — инвестиционное качество ценных бумаг, связанное с возможностью потери денежных средств от падения курса определенной ценной бумаги.

Акция — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

Облигация — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента.

Вексель — письменное долговое обязательство, составленное в предписанной законом форме и дающее его владельцу безусловное право требовать при наступлении конца срока с лица, выдавшего обязательство, уплаты оговоренной в нем денежной суммы.

Сертификат — ценная бумага, удостоверяющая сумму вклада, внесенного в банк, и права вкладчика (держателя сертификата) на получение по истечении установленного срока суммы вклада и обусловленных в сертификате процентов в банке, выдавшем сертификат, или в любом филиале этого банка.

Чек — ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной в нем суммы чекодержателю.

Складское свидетельство — ценная бумага, которая удостоверяет принятие товара на хранение по договору складского хранения.

Эмиссия ценных бумаг — установленная последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг.

IPO — первичное публичное размещение обыкновенных и привилегированных акций компании на открытом биржевом рынке, осуществляемое самим эмитентом или андеррайтером по его поручению среди широкого круга частных и институциональных инвесторов для привлечения финансовых ресурсов в целях своего развития.

Андеррайтер — лицо, принявшее на себя обязанность разместить ценные бумаги от имени эмитента или от своего имени, но за счет и по поручению эмитента за определенное вознаграждение.

Инвестор — физическое или юридическое лицо, приобретающее ценные бумаги от своего имени и за свой счет с целью получения максимального дохода при минимальном риске и диверсификации инвестиционного портфеля.

Финансовые инвестиции — вложение капитала в различные финансовые активы и инструменты.

Прямые финансовые инвестиции — самостоятельный выбор корпорацией-инвестором объекта вложения средств и распоряжения данными средствами.

Косвенные финансовые инвестиции — вложение средств в ценные бумаги и финансовые инструменты через институты финансовой индустрии.

13 Дивидендная политика корпорации

13.1. Дивидендная политика и тенденции во взаимоотношениях корпорации с собственниками

Российские акционерные компании уделяют значительное внимание разработке дивидендной политики, учитывая при этом требования законодательства, интересы собственников и высшего топ-менеджмента компаний, зарубежный опыт.

Формируя дивидендную политику, компании следует понимать, как она влияет на возможности самофинансирования, структуру капитала, цену привлечения финансовых ресурсов, рыночный курс корпоративных прав, ликвидность и другие экономические показатели деятельности.

Чем ниже величина дивидендов, выплачиваемых владельцам обыкновенных акций, тем ниже средневзвешенная стоимость капитала, значит, выше финансовая эффективность бизнеса и больше объем нераспределенной прибыли. Определение размера нераспределенной прибыли обусловливает тот факт, что дивидендная политика компании является важной составляющей политики управления финансами. Кроме того, эффективная дивидендная политика позволяет максимизировать рыночную стоимость компании.

В экономической литературе существует множество точек зрения на понятие и сущность дивидендной политики акционерных компаний. Однако в научных исследованиях пока не сформирован единый подход к данной дефиниции. Общепризнанно, что от того, насколько грамотно сформирована и эффективно реализована дивидендная политика, зависит дивидендная доходность акций компании и, как следствие, инвестиционная привлекательность данной бизнес-единицы.

Так, по определению зарубежных ученых Р. Брейли и С. Майерса, дивидендная политика — это компромисс между реинвестированием прибыли, с одной стороны, и выплатой дивидендов за счет выпуска новых акций — с другой[1]. Авторы справедливо указывают, что при реализации дивидендной политики должны быть учтены интересы корпорации как хозяйствующего субъекта в финансировании затрат по производственному и финансовому развитию, осуществляемые в том числе за счет чистой прибыли, и экономические интересы собственников бизнеса — акционеров в получении дохода от владения акциями. Однако непонятно, почему выплата дивидендов связана только с процедурой выпуска новых акций. В большинстве случаев компании выплачивают дивиденды в денежной форме. Кроме того, в определении отсутствует указание на цель формирования и реализации дивидендной политики.

С точки зрения представителя российской научной школы Т. В. Тепловой, термин «дивидендная политика» характеризует установление устойчивых финансовых взаимоотношений компании с собственниками. В рамках финансовой стратегии корпорация формирует распределительную политику как политику по распределению заработанной прибыли и дивидендную политику как политику направления денежных средств или иных активов (например, ценных бумаг) собственникам[2]. В определении подчеркивается, что продуманная дивидендная политика позволяет создать «клиентский эффект» для компании в том случае, когда ее собственники-акционеры придерживаются схожих взглядов на выгоды текущих и будущих выплат. Если речь идет о миноритарных акционерах, то для них возможны две формы получения дохода (финансовой выгоды): прирост капитала за счет роста курсовой стоимости акций и текущие выплаты в форме дивидендов. Если речь идет о мажоритарных акционерах, то кроме упомянутых выше двух форм финансовой выгоды, они могут получить третью форму выгоды за счет осуществления контроля над денежными, кредитными, инвестиционными, материальными и трудовыми потоками посредством заключения выгодных для себя контрактов. Автор подчеркивает, что «эффективная дивидендная политика — это продуманная и раскрываемая для собственников по-

---

[1] *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов: учеб. пособие / пер. с англ.; науч. ред. Н. Н. Барышниковой. 2-е изд. М.: Олимп-Бизнес, 2004. С. 402.

[2] *Теплова Т. В.* Корпоративные финансы: учеб. для бакалавров. М.: Юрайт, 2013. С. 504.

литика обеспечения текущих выгод от владения капиталом компании, обеспечивающая поддержание в компании инвестиционной и финансовой гибкости и максимизирующая рыночную стоимость[1]. Следует отметить, что внимание автора в рассмотрении сущности дивидендной политики компании акцентировано на интересах ее собственников.

Представляется интересной точка зрения А. А. Мецгера, который считает, что вопрос оптимальной выплаты дивидендов следует рассматривать как часть более общей проблемы — оптимизации структуры финансирования долгосрочного развития конкретной компании. Дивидендная политика, которая в наибольшей степени способствует оптимизации структуры финансирования, для компании предпочтительнее прочих[2].

Резюмируя подходы к понятию дивидендной политики, сформулируем следующее определение: *дивидендная политика — это процесс оптимизации пропорций распределения прибыли на потребляемую акционерами и капитализируемую части с целью роста рыночной стоимости компании*[3].

Основным документом, в соответствии с которым акционерными обществами должна разрабатываться дивидендная политика, является Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», в частности ст. 42. Кроме того, российским Кодексом корпоративного управления предусматривается, что компания должна разработать собственную дивидендную политику и закрепить ее внутренним документом — Положением о дивидендной политике, который утверждается советом директоров. Дивидендная политика компании должна учитывать особенности функционирования, масштабы и рентабельность бизнеса, стадию жизненного цикла и темпы роста компании, структуру капитала и возможности акционеров в осуществлении контроля над деятельностью компании, имеющиеся законодательные ограничения, касающиеся дивидендной политики, установленную практику налогообложения дивидендов и прироста капитала и ряд других.

---

[1] *Теплова Т. В.* Корпоративные финансы: учеб. для бакалавров. М.: Юрайт, 2013. С. 505.

[2] *Мецгер А. А., Первушина А. В.* Корпоративное управление: учеб. пособие для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. Екатеринбург: Гуманитарный ун-т, 2011. С. 639.

[3] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: УрГЭУ, 2017. С. 99.

Формирование и реализация дивидендной политики в нашей стране имеет некоторые особенности. Связано это с тем, что акционерная собственность имеет высокую степень концентрированности, акционерный капитал в крупных публичных компаниях принадлежит незначительному количеству собственников, владеющих мажоритарными пакетами акций, в числе которых зачастую присутствует государство в качестве контролирующего акционера.

Согласно распоряжению Правительства РФ от 23 января 2003 г. № 91-р в перечень акционерных обществ, указанных в подп. «а» п. 5 Положения об управлении находящимися в федеральной собственности акциями акционерных обществ и использовании специального права на участие РФ в управлении акционерными обществами («золотой акции»), входят следующие акционерные общества: ПАО «Транснефть», ПАО «Газпром», ПАО «ФСК ЕЭС», ПАО «Россети», ПАО «Интер РАО ЕЭС», ПАО «Роснефть», ПАО «РусГидро», ПАО «ВТБ», ПАО «АЛРОСА», ПАО «Российский национальный коммерческий банк», ПАО «Аэрофлот — российские авиалинии», ПАО «Новороссийский морской торговый порт», ПАО «Ростелеком», ПАО «СКФ» и ряд других.

Переход экономики России на рыночные основы связан с разгосударствлением и приватизацией предприятий различных отраслей, но при этом государство сохранило за собой права собственника как в публичных, так и в непубличных компаниях. В настоящее время Российская Федерация имеет долю участия в ряде крупнейших компаний-эмитентов, являющихся ведущими в различных отраслях экономики, акции которых представлены на рынке ценных бумаг в биржевом обращении. Доля государственного участия РФ в отдельных компаниях различна, в некоторых из них — значительна (например, ПАО «Роснефть», ПАО «Газпром», ПАО «Сбербанк», ПАО «ВТБ»). По оценке компании Ecstrat, осуществившей по заказу Copley Fund Research исследование мировых компаний с рыночной капитализацией не менее 500 млн долл. и средним дневным объемом торгов не менее 1 млн долл., акции которых находятся в свободном обращении, на компании с государственным участием приходится рыночной капитализации:

– 4 % — в развитых странах;

– 35 % — в развивающихся странах;

– 43 % — в странах с пограничным рынком, являющихся менее зрелыми по уровню развития, степени ликвидности, демографическим или политическим факторам, чем развивающие страны.

На компании с государственным участием, избранные в соответствии с указанными выше критериями, приходится всей рыночной капитализации (рис. 13.1):

– более 80 % — ОАЭ и Катар;

– менее 80 %, но больше 60 % — Норвегия, Вьетнам, Саудовская Аравия, Малайзия, Китай;

– 50 % — Российская Федерация.

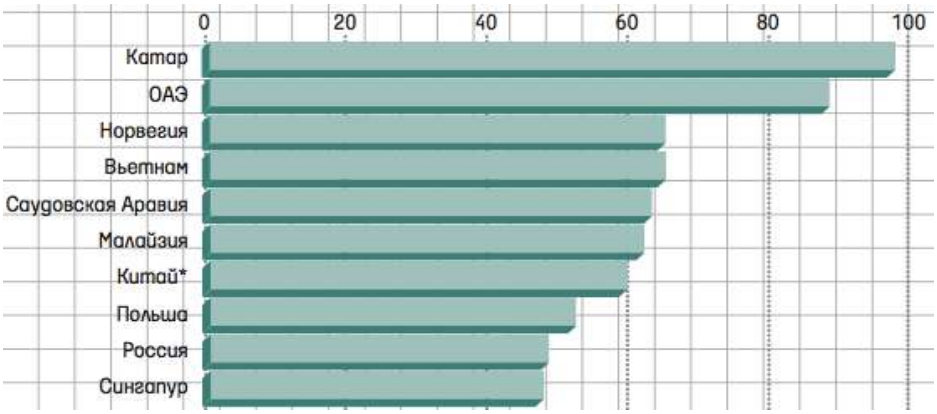

Рис. 13.1. Рейтинг стран с наибольшей концентрацией государственных компаний, % от совокупной рыночной капитализации[1]

Можно видеть, что среди стран, имеющих наибольшую долю участия государства в акционерной собственности, находится Норвегия, входящая в перечень стран с развитой экономикой, поскольку две крупнейшие норвежские компании (нефтяная Statoil и телекоммуникационная Telenor) находятся под контролем правительства страны. Россия занимает одно из последних мест в этом рейтинге.

Российские компании с государственным участием можно условно разделить на две группы:

– публичные компании с государственным участием. В перечень входят компании в различных секторах, сферах и отраслях экономики, контрольные пакеты акций которых принадлежат Российской Федерации, но в хозяйственной деятельности данные компании выступают как частные;

– компании с государственным участием Российской Федерации, субъектов РФ или органов муниципальной власти РФ, в которых

[1] *Компании* с участием государства невыгодны для инвесторов. URL: https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2016/09/23/658291-gosudarstvennaya-sobstvennosti-hudshaya.

контрольный пакет формально принадлежит государству, но реального влияния на эти компании государство не оказывает.

Тенденции во взаимоотношениях собственника (Российской Федерации) и менеджмента корпораций определяются различными факторами, в том числе отраслевой принадлежностью, стратегической значимостью той или иной компании для экономики страны, масштабами деятельности предприятий, их инновационной направленностью.

При этом реализация функций собственника вне зависимости от данных факторов базируется на едином правовом механизме, основанном на следующих нормативных актах:

– Гражданский кодекс Российской Федерации;

– Концепция управления федеральным имуществом и приватизации в Российской Федерации;

– Федеральный закон от 21 декабря 2001 г. № 178-ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества»;

– Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»;

– Федеральный закон от 29 декабря 1994 г. № 79-ФЗ «О государственном материальном резерве»;

– постановление Правительства РФ от 5 июня 2008 г. № 432 «О Федеральном агентстве по управлению государственным имуществом»;

– другие постановления и акты Правительства РФ, регулирующие порядок управления акционерными обществами с государственным участием.

Российская Федерация как собственник капитала компаний реализует права акционера (учредителя, собственника) через систему органов государственной власти, в которую на федеральном уровне входят: Банк России; Федеральное агентство по управлению государственным имуществом, Министерство финансов, Министерство обороны, Управление делами Президента и др.

Законом «Об акционерных обществах» определены общие права и обязанности акционеров, имеющие равную юридическую силу в тех случаях, когда акционером данных компаний является государство и когда акционерами являются иные лица — частные компании и физические лица. В соответствии с п. 1 ст. 53 названного закона предложения акционера в повестку общего собрания акционеров принимаются только в том случае, если акционер владеет более чем 2 %-ной долей уставного капитала акционерного общества. Данное положе-

ние относится и к государственным органам, которые уполномочены реализовать права Российской Федерации как акционера. Но при этом на законодательном уровне в России действует право «золотой акции», использование которого определено:

– в постановлении Правительства РФ от 3 декабря 2004 г. № 738 «Об управлении находящимися в федеральной собственности акциями открытых акционерных обществ и использовании специального права на участие Российской Федерации в управлении открытыми акционерными обществами («золотой акции»)». В частности, в акционерных обществах, все голосующие акции которых находятся в федеральной собственности, Росимущество проводит общие собрания акционеров, выдвигает кандидатов в органы управления;

– в Федеральном законе «О приватизации государственного и муниципального имущества». В отношении акционерных обществ, созданных в процессе приватизации унитарных предприятий или при принятии решения об исключении общества из перечня стратегических акционерных обществ, независимо от количества акций, находящихся в государственной собственности, определено использование специального права — «золотой акции» — на участие государства (РФ и ее субъектов) в управлении акционерными обществами.

Правовая сущность «золотой акции» наделяет государство как акционера специальным сильным правом, но при этом ограничивает права акционерных обществ и, соответственно, менеджмент компании. Более того, превалирование интересов государства в хозяйственной деятельности компании посредством использования права «золотой акции» может быть экономически неэффективно для самой компании, т. е. по сути будет выступать сдерживающим фактором ее функционирования и развития. Поэтому следует иметь в виду, что использование права «золотой акции» потенциально усиливает вероятность конфликта интересов государства как собственника, с одной стороны, и компании и ее топ-менеджмента, с другой стороны.

Формирование дивидендной политики российских компаний с государственным участием отличается от политики, которую проводят акционерные общества, принадлежащие частным инвесторам. Государство, являясь акционером с особым статусом, воздействует на дивидендную политику не только с позиции собственника, но и как регулятор, имея возможность устанавливать определенные ограничения и правила, что не во власти других категорий акционеров.

Государство, инвестируя в акции предприятий, становится полноправным участником рыночных отношений, субъектом совместного

предпринимательства и сталкивается с необходимостью участия в корпоративном управлении акционерных обществ через своих представителей, в том числе в процессе формирования и реализации дивидендной политики.

Вопрос значимости дивидендной политики для публичных компаний, в том числе с государственным участием, на сегодняшний день является наиболее противоречивым. Смысл деятельности любой компании заключается в получении прибыли, которую необходимо правильно распределить между самой компанией и ее акционерами. Сформированная чистая прибыль — это гарантия дивидендных выплат и будущего развития компании. Стоимость курса акций, структура собственного капитала, необходимость привлечения заемного капитала находятся в прямой зависимости от размера дивидендов. В то же время выплата дивидендов уменьшает сумму прибыли, которая может быть реинвестирована в развитие компании, поэтому влияние дивидендной политики на финансовое состояние компании неоднозначно.

Напомним, что в соответствии со ст. 43 Налогового кодекса РФ *дивидендом признается любой доход, полученный акционером (участником) от организации при распределении прибыли, остающейся после налогообложения (в том числе в виде процентов по привилегированным акциям), по принадлежащим акционеру (участнику) акциям (долям) пропорционально долям акционеров (участников) в уставном (складочном) капитале этой организации.*

Для осуществления финансовых взаимоотношений с собственниками компании применяют ряд механизмов, самый важный из которых — распределение финансового результата деятельности бизнес-структур.

При этом должны выполняться следующие условия:

1) инвестиционные проекты, реализуемые корпорацией, обязательно должны быть обеспечены посредством формирования резервов финансовых ресурсов;

2) рост капитализации компании, а следовательно, совокупного благосостояния владельцев капитала должен быть обеспечен исходя из их предпочтений как по текущим, так и по будущим выгодам.

Согласно п. 3 ст. 42 Федерального закона «Об акционерных обществах» на основании рекомендации совета директоров собрание акционеров выносит решение о выплате дивидендов по окончании отчетного периода (как правило, за год), а также промежуточных дивидендов по акциям каждого типа. Решение о дивидендных выплатах

по результатам первого квартала, шести и девяти месяцев отчетного года принимается не позднее трех месяцев после окончания соответствующего периода. При выплате годовых дивидендов обязательно учитываются промежуточные дивиденды, если они были выплачены акционерам в течение года. После объявления дивидендов общим собранием акционеров их выплата считается обязательной. Размер объявленных дивидендов не может быть больше рекомендованного советом директоров компании.

При определении размера дивидендов советом директоров должны быть учтены следующие факторы:

– размер чистой прибыли за отчетный год, рассчитанный по РСБУ или МСФО;

– потребность компании в капитале для реализации инвестиционных решений;

– соблюдение баланса интересов компании и акционеров;

– возможные изменения в экономике, политической обстановке, форс-мажорные внутренние или внешние обстоятельства.

Таким образом, при инициации вопроса о выплате дивидендов следует помнить, что инвестиционные решения относительно деятельности компании первичны по отношению к дивидендным выплатам собственникам компании. При этом должны быть приняты во внимание не только инвестиционные и финансовые возможности корпорации, желание собственников капитала — акционеров получить дивидендные выплаты, но и те внешние и внутренние факторы, которые влияют на целесообразность и возможность выплаты дивидендов по итогам конкретного отчетного периода.

Вопросы для самопроверки

1. В чем состоит сущность дивидендной политики?
2. Чьи интересы должны быть учтены при формировании дивидендной политики?
3. Почему дивидендная политика является составляющей политики управления финансами корпорации?
4. Чем можно объяснить особенности формирования дивидендной политики в России?
5. Какие условия должны выполняться при выстраивании финансовых взаимоотношений с собственниками компании в процессе формирования дивидендной политики?

13.2. Основные теории дивидендной политики, их многообразие и значение

В современной финансовой науке отсутствует единый алгоритм выработки дивидендной политики, для каждой компании она субъективна, поскольку учитывает множество факторов, обусловливающих специфику функционирования. Компания среди разнообразия видов и типов дивидендной политики должна выбрать наиболее оптимальную для себя, с тем чтобы обеспечить будущий рост бизнеса, максимизацию рыночной стоимости, повышение благосостояния собственников. Разнообразие дивидендных политик основано на двух хорошо изученных и подробно охарактеризованных в экономической литературе основных подходах к теориям дивидендной политики:

1) теория отсутствия значимости дивидендов, которая утверждает, что при определении общей стоимости компании величина дивидендов не имеет значения;

2) теория значимости дивидендов, которая опровергает это утверждение.

Теория отсутствия значимости дивидендов (теория иррелевантности дивидендов) признается самой распространенной теорией формирования дивидендной политики и предполагает начисление дивидендов по остаточному принципу. Она является основополагающей в изучении дивидендной политики. Авторы теории — Ф. Модильяни и М. Миллер. Согласно этой теории сначала финансируются за счет чистой прибыли все инвестиционные решения компании, осуществляемая ею инвестиционная политика эффективна, капитализация компании имеет тенденцию к росту. Чистую прибыль, заработанную компанией, необходимо максимально реинвестировать в ее развитие. Когда у компании нет хороших прибыльных инвестиционных проектов, имеет смысл направлять чистую прибыль на дивидендные выплаты собственникам.

Рассматриваемая теория характеризуется значительным числом ограничений (рис. 13.2).

Заметим, что данные ограничения нереальны в настоящей жизни и не могут быть соблюдены на практике, как следствие, эта теория применима лишь частично.

Теорий значимости дивидендов несколько. Остановимся на них более подробно. При этом будем иметь в виду, что данные теории могут иметь как позитивное, так и отрицательное влияние на благосостояние акционеров.

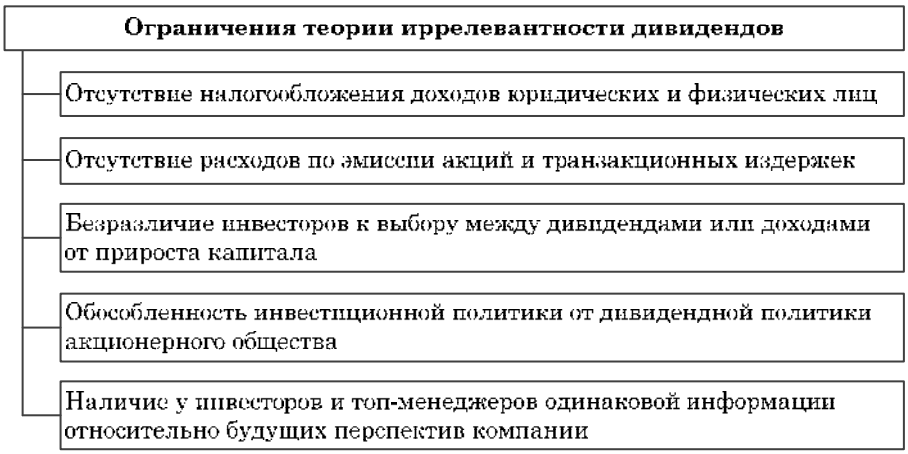

Рис. 13.2. Ограничения, характерные для теории иррелевантности дивидендов

Теория минимизации дивидендов (теория налоговых предпочтений) была разработана Р. Литценбергером и К. Рамасвами. Имеет в экономической литературе еще одно название — теория налоговой дифференциации. Минимизация налоговых выплат по текущим и будущим выплатам акционерам является основной идеей данной теории.

Согласно теории минимизации дивидендов, акционер, получая дивиденды, обязан заплатить налог государству за полученный доход, в то время как налог на прирост капитала будет взиматься непосредственно при продаже акций или паев. В связи с этим уплата налога на прирост капитала может откладываться на очень продолжительное время. Во многих развитых странах ставка налога на прирост капитала меньше, чем на дивиденды. Поэтому значимым фактором является разница в режиме налогообложения. Компании должны минимизировать дивидендные выплаты и давать возможность акционерам получать текущий доход от роста стоимости акций. Однако такая политика вряд ли устроит миноритарных акционеров, владеющих небольшими пакетами акций и нуждающихся в текущих выплатах. Кроме того, всегда есть вероятность изменения порядка налогообложения дивидендов.

Основоположниками теории о позитивном влиянии дивидендных выплат для акционеров, *теории предпочтительности дивидендов (теории «синицы в руках»),* являются М. Гордон и Дж. Линтнер. Суть данной теории заключается в том, что для акционеров более предпочтительным является увеличение дивидендных выплат, нежели капитализация прибыли. Авторы аргументируют свою пози-

цию тем, что на самом деле инвесторы, опасаясь больших рисков и неопределенности, предпочтут получение текущего дохода в виде дивидендов сейчас, чем доход от прироста курсовой стоимости акций в будущем.

Авторы утверждают, что в условиях экономической неопределенности и больших инвестиционных рисков для акционеров важней «синица в руках» — большие дивиденды, полученные от компании, нежели «журавль в небе» — увеличение стоимости компании в будущем за счет дополнительных средств, вложенных в развитие бизнеса. Однако этой теории присущи и недостатки, поскольку в расчет берется только фактор снижения риска акционера при получении текущих выплат, в то время как появляются другие, например, риск недостаточности финансовых ресурсов для финансирования инвестиционных проектов по развитию компании в будущем, риск снижения ее финансовой устойчивости и увеличения доли заемного капитала. Кроме того, у акционеров возникает необходимость реинвестирования доходов после получения дивидендов, значит, появляются новые риски, обусловленные выбором объектов и горизонтов инвестирования.

Сигнальная теория дивидендов, авторами которой являются С. Росс и С. Бхаттачарья, признает уровень дивидендных выплат значимым фактором, влияющим на рыночную стоимость акций. С позиции участников рынка эта теория является самой актуальной, поскольку она учитывает величину дивиденда как рыночный ориентир при принятии решений инвесторами. Увеличение дивидендных выплат и их дальнейший рост определяют рост расчетной цены акции при принятии решения о ее покупке. Этот факт влечет за собой увеличение рыночных цен, что приносит дополнительный доход акционерам при продаже принадлежащих им акций. Помимо этого, выплата солидных дивидендов, так сказать, «подает сигнал» рынку о том, что корпорация находится на подъеме. Однако данная теория возможна для применения только тогда, когда рынок информационно прозрачен и «передает сигналы» большому количеству участников с минимальными издержками. В условиях российского рынка это очень затруднено. Есть и еще один негативный момент реализации данной теории. Предпочтение выплаты дивидендов акционерам может свидетельствовать о том, что у компании отсутствуют инвестиционные проекты, которые могли бы существенно повысить ее капитализацию при их эффективной реализации в будущем.

Теория соответствия дивидендной политики составу акционеров (теория клиентуры) Ф. Блэка и М. Шульца. Проведение акционерным обществом дивидендной политики, соответствующей ожида-

ниям и потребностям большинства акционеров, является основой теории инвестиционной клиентуры. Фактором, определяющим дивидендную политику компании в данной модели, является состав действующих акционеров и потенциальных инвесторов. Например, когда основной состав акционеров заинтересован в получении дивидендов, компании следует предпочесть именно эту дивидендную политику. Как правило, это касается низкорискованных компаний, находящихся в стадии зрелости, которые не нуждаются постоянно в мобилизации финансовых ресурсов под реализацию каких-либо инвестиционных решений и готовы выплачивать дивиденды. В свою очередь, есть класс инвесторов, готовых платить налоги по дивидендным выплатам. Если же инвесторы предпочитают прирост капитала дивидендам, то стоит избегать значительных дивидендных выплат. Данный класс инвесторов готов осуществлять финансовые вложения в акции компаний роста, которые находятся в стадии развития и которым в первую очередь нужно реинвестировать чистую прибыль в эффективные инвестиционные проекты. Компании как бы «подстраивают» дивидендную политику под инвесторов, которым они подходят по уровню риска[1].

Автор *инвестиционной теории* Дж. Уолтер утверждает, что наиболее тесная связь дивидендной политики с максимизацией рыночной стоимости корпорации (максимизацией котировки ее акций) достигается при учете уровня доходности ее инвестиционной деятельности[2]. Норма доходности инвестиций сравнивается с рыночной нормой доходности по акциям. Величина дивидендов будет снижаться, если уровень доходности инвестиций превысит уровень доходности акций. Соответственно, величина дивидендов будет расти, если уровень доходности инвестиций компании станет меньше уровня доходности ее акций. Сущность теории Дж. Уолтера можно выразить следующим образом: оптимальный размер дивиденда должен максимизировать рыночную стоимость акции.

Агентская теория дивидендов М. Джессена и У. Меклинга говорит о том, что выплата высоких дивидендов способствует реализации эффективных инвестиционных программ с участием внешних собственников, кредиторов, институтов финансового рынка. Топ-менеджмент компании, понимая, что свободные денежные ресурсы будут изъяты собственниками из оборота путем выплаты повышенных сумм

---

[1] *Бригхем Ю., Эдхардт М.* Финансовый менеджмент: пер. с англ. 10-е изд. СПб.: Питер, 2009. С. 457.

[2] Там же. С. 458.

дивидендов, более тщательно разрабатывает бизнес-планы инвестиционных проектов, отслеживает экономическую ситуацию на финансовом рынке, при этом финансовый контроль со стороны внешних инвесторов по отношению к оппортунистически настроенным менеджерам более жесткий. Иными словами, собственники компании стремятся минимизировать денежные потоки, контролируемые менеджерами, с целью снижения их возможностей вложения финансовых ресурсов в неприбыльные или недостаточно эффективные проекты.

Теория жизненного цикла компании представляет собой разновидность агентской теории. Ее авторы (Дж. Энтони, К. Рамеша, В. Дикинсон, И. Ивашковская и др.) полагают, что выплата дивидендов зависит от выбора направления издержек: либо они пойдут на осуществление контроля над менеджерами, либо будут связаны непосредственно с выплатой дивидендов. Данный выбор зависит от этапа жизненного цикла компании. Крупные компании, находящиеся на стадии зрелости, имеют значительные объемы финансовых ресурсов, свободный доступ к рынку капиталов, у них более низкая потребность реинвестировать максимальные размеры чистой прибыли в инвестиционные проекты. В этом случае они способны выплачивать значительные размеры дивидендов собственникам. Совсем другая позиция у молодых, развивающихся компаний. У них есть необходимость реализации привлекательных эффективных инвестиционных проектов, но нет нужного объема накопленных финансовых ресурсов, затруднен доступ к внешним источникам финансирования либо их стоимость достаточно высока. В этом случае выплаты дивидендов минимальны либо отсутствуют вовсе, поскольку существенно снижается возможность реинвестирования чистой прибыли в развитие компании.

Рассмотренные базовые теории дивидендной политики компаний и их характеристики систематизированы в табл. 13.1.

Таблица 13.1

Базовые теории дивидендной политики компаний

Теория дивидендной политики	Авторы	Сущностное содержание
Теория отсутствия значимости дивидендов (теория ирелевантности дивидендов)	М. Миллер, Ф. Модильяни	С точки зрения топ-менеджмента компании в условиях несовершенного рынка капитала дивидендной политике отводится второстепенная роль, дивиденды будут выплачиваться только при благоприятной финансовой ситуации после финансирования всех инвестиционных решений

Продолжение табл. 13.1

Теория дивидендной политики	Авторы	Сущностное содержание
Теория минимизации дивидендов (теория налоговых предпочтений)	Р. Литценбергер, К. Рамасвами	С учетом разницы в режимах налогообложения, принятых в разных странах, компания должна минимизировать дивидендные выплаты и давать возможность акционерам получать текущий доход от роста ее стоимости
Теория предпочтительности дивидендов	М. Гордон, Дж. Линтнер	Собственники корпорации, опасаясь рисков и неопределенности рынка, отдадут предпочтение получению текущего дохода в форме дивидендов именно сейчас вместо дохода от прироста рыночной стоимости акций в будущем
Сигнальная теория дивидендов (теория сигнализирования)	С. Росс, С. Бхаттачарья	Уровень дивидендных выплат влияет на курсовую стоимость акций и является рыночным ориентиром при принятии решений инвесторами, служит им сигналом о положительных тенденциях развития корпорации
Теория соответствия дивидендной политики составу акционеров (теория клиентуры)	Ф. Блэк, М. Шульц	Если основной состав акционеров заинтересован в получении дивидендов, то компании следует предпочесть именно эту дивидендную политику; если большинство собственников предпочитает прирост капитала, то компании стоит избегать значительных дивидендных выплат
Инвестиционная теория дивидендов	Дж. Уолтер	Дивидендная политика должна быть увязана с уровнем доходности инвестиционной деятельности корпорации с целью максимизации ее рыночной стоимости
Агентская теория дивидендов (теория агентских издержек)	М. Дженсен, У. Меклинг	Акционеры компании предпочитают выплаты значительных сумм дивидендов с целью минимизации денежных потоков, контролируемых топ-менеджментом, для того чтобы снизить его возможности осуществления финансовых вложений в неприбыльные инвестиционные проекты

Окончание табл. 13.1

Теория дивидендной политики	Авторы	Сущностное содержание
Теория жизненного цикла компании	Дж. Энтони, К. Рамеша, В. Дикинсон, И. Ивашковская	Компании, находящиеся на стадии зрелости, способны осуществлять значительные дивидендные выплаты собственникам; компании на стадии роста предпочитают реинвестировать чистую прибыль в свое развитие

Что касается *российской практики* формирования дивидендной политики, то в ней нашли свое отражение *агентская теория* и *теория сигнализирования*. Однако сигнальная функция выражена слабо, так как «часто высокий размер дивидендов связан не со стремлением компании улучшить свой имидж в глазах инвесторов, а с легализацией доходов собственниками, особенно в компаниях с высокой долей мажоритарных собственников»[1].

Вопросы для самопроверки

1. Какие ограничения характерны для теории дивидендной политики Модильяни — Миллера?
2. Назовите теории значимости дивидендов.
3. Какая теория дивидендов является предпочтительной для акционеров с точки зрения снижения риска получения финансовой выгоды? Почему?
4. Какая теория дивидендов направлена на снижение возможностей оппортунистически настроенных менеджеров в распоряжении финансовыми ресурсами?
5. Почему в российской практике формирования дивидендной политики наибольшее отражение получили теория агентских издержек и теория сигнализирования?

13.3. Этапы формирования и типы дивидендной политики

Разработка дивидендной политики осуществляется корпорациями по следующим этапам (табл. 13.2).

[1] *Теплова Т. В.* Корпоративные финансы: учебник и практикум для академического бакалавриата. М.: Юрайт, 2016. Ч. 2. С. 6.

Таблица 13.2

Этапы формирования дивидендной политики корпорации

Этап	Содержание
1. Выявление ключевых факторов, влияющих на дивидендную политику	Выявление внешних (макроэкономических) и внутренних (корпоративных) факторов, оценка их влияния на необходимость, возможность и целесообразность выплаты дивидендов, а также на выбор типа дивидендной политики
2. Выбор типа дивидендной политики	Определение типа политики с учетом рассмотренных факторов (консервативный, умеренный (компромиссный), агрессивный). Выбор варианта ее реализации
3. Определение порядка распределения прибыли в соответствии с утвержденной финансовой политикой	Определение нормы распределения чистой прибыли на выплату дивидендов
4. Определение формы выплаты дивидендов	Выплата дивидендов денежными средствами, акциями, автоматическое реинвестирование, выкуп акций
5. Оценка эффективности дивидендной политики	Определение коэффициента выплаты дивидендов, коэффициента соотношения цены и дохода по акции и других параметров, позволяющих оценить эффективность утвержденной дивидендной политики

Этап 1. В первую очередь выявляются, изучаются и оцениваются факторы, определяющие дивидендную политику. Как правило, факторы, от которых зависит формирование дивидендной политики и целесообразность ее реализации, делят на внешние и внутренние.

К *внешним факторам,* влияющим на формирование дивидендной политики, относят: стабильность экономической и политической обстановки в стране; правовое регулирование; ставки налогообложения; требования кредиторов и долговых контрактных соглашений; культурные традиции; степень развитости финансового рынка; отраслевые характеристики.

К *внутренним факторам*, определяющим дивидендную политику, относятся: размер компании; рентабельность бизнеса; достаточность резервов собственного капитала, сформированных в предшествующем периоде; возможность привлечения дополнительного акционерного капитала; возможность привлечения дополнительного заемного капитала; доступность кредитов на финансовом рынке; инвестиционные предпочтения крупных акционеров; потребности компании в финансовых ресурсах.

Возможности корпорации привлекать ресурсы из внешних источников финансирования зависят от:

– конъюнктуры финансовых рынков;

– текущего финансового состояния корпорации, ее кредитоспособности;

– восприятия корпорации в качестве эмитента или заемщика со стороны других участников рынка, в том числе потенциальных инвесторов.

Будущие решения в области дивидендной политики формируются под влиянием прежних кредитной и дивидендной историй корпорации. Под *кредитной историей* понимается способность корпорации своевременно и в полном объеме рассчитываться по своим долговым обязательствам, погашать не только основную сумму долга, но и проценты за пользование заемными ресурсами. *Дивидендная история* — это условия, сроки, периодичность, абсолютные размеры, динамика выплаты дивидендов и случаи нарушения прав акционеров на получение дивидендов со стороны корпорации на протяжении всего периода ее существования[1].

Следует также отметить, что существенным фактором, влияющим на формирование дивидендной политики, является структура собственности и механизм корпоративного управления.

Принимая решения о выплате дивидендов, компания может столкнуться с рядом ограничений. В первую очередь законодательного характера. Статья 43 Закона «Об акционерных обществах» устанавливает ряд ограничений при принятии решения о выплате (объявлении) дивидендов, которые направлены на защиту прав и интересов самого общества, его акционеров и кредиторов.

Акционерное общество не имеет права принимать решение (объявлять) о выплате дивидендов по акциям в следующих случаях:

– до полной оплаты уставного капитала;

– до выкупа всех акций у акционеров, имеющих право соответствующего требования;

– если на день принятия решения акционерное общество по всем признакам приближается к банкротству или эти признаки появятся в результате выплаты дивидендов;

– если на день принятия решения стоимость чистых активов акционерного общества меньше суммы уставного капитала, резервного фонда и превышения уставной ликвидационной стоимости привилегированных акций над их номиналом либо станет меньше их размера в результате принятия решения;

---

[1] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: УрГЭУ, 2017. С. 100.

– по обыкновенным и привилегированным акциям, размер дивиденда по которым не определен, если не принято решение о полной выплате дивидендов по всем типам привилегированных акций, размер дивидендов по которым определен уставом. Если величина чистой прибыли за отчетный период является недостаточной, то владельцы обыкновенных акций не получат своего текущего дохода, пока не будет погашена задолженность по привилегированным акциям.

К ограничениям относятся обязательства, которые компании принимают на себя при получении кредита или выпуске облигаций, так как при росте дополнительных источников финансирования фирма будет направлять свою чистую прибыль на погашение долга, а денежных средств на выплату дивидендов будет недостаточно. Кроме того, сумма выплаченных дивидендов не может превышать размер нераспределенной прибыли, отраженной в балансе. Данное ограничение направлено на защиту прав кредиторов.

Стадия жизненного цикла компании оказывает влияние на выбор типа дивидендной политики. На ранних стадиях жизненного цикла акционерная компания вынуждена больший объем денежных средств инвестировать в свое развитие, ограничивая выплату дивидендов. В то же время на любой стадии жизненного цикла у компании появляется необходимость расширения своих инвестиционных программ, что также увеличит потребность в источниках финансирования затрат на развитие бизнеса. Компании, находящиеся на стадии зрелости или стагнации, могут стать целью в сделках по слияниям и поглощениям; в этом случае у них может появиться потребность в наращивании капитала и, следовательно, капитализации прибыли. Все вышеперечисленное отрицательно повлияет на возможность и размер дивидендных выплат.

Факторы доступности и стоимости альтернативных источников капитала также непосредственно влияют на решение о выплате дивидендов. К данным факторам относятся затраты на продажу новых акций, которые являются относительными для различных компаний. Например, затраты на выпуск дополнительных акций достаточно высоки для небольших компаний. Следовательно, компании малого размера будут устанавливать низкий коэффициент дивидендных выплат.

Способность замещать акционерный капитал заемным выражается в том, что «если компания может относительно легко и без существенных затрат изменить свой коэффициент задолженности, то она сможет выплатить ожидаемые акционерами дивиденды даже в ситу-

ации колеблющейся прибыли, увеличив коэффициент задолженности»[1].

Для менеджеров компаний одним из важных факторов также является контроль над компанией. В случае потери контроля руководство не будет производить никаких значительных изменений в собственном капитале компании, тем самым оставит прежний уровень выплаты дивидендов.

Решение о выплате дивидендов принимается на основании сопоставления величин чистой прибыли, требуемого дохода по акциям и изменения рыночной стоимости собственного капитала.

Для компании решение о выплате дивидендов может быть следующим: минимальный размер дивидендов определяется уровнем требуемого дохода по акциям, максимальный — размером чистой прибыли.

Этап 2. После того как были проанализированы все факторы, влияющие на выбор дивидендной политики, компания утверждает ее тип. Выделяют три типа дивидендной политики: консервативный, умеренный (компромиссный), агрессивный (рис. 13.3).

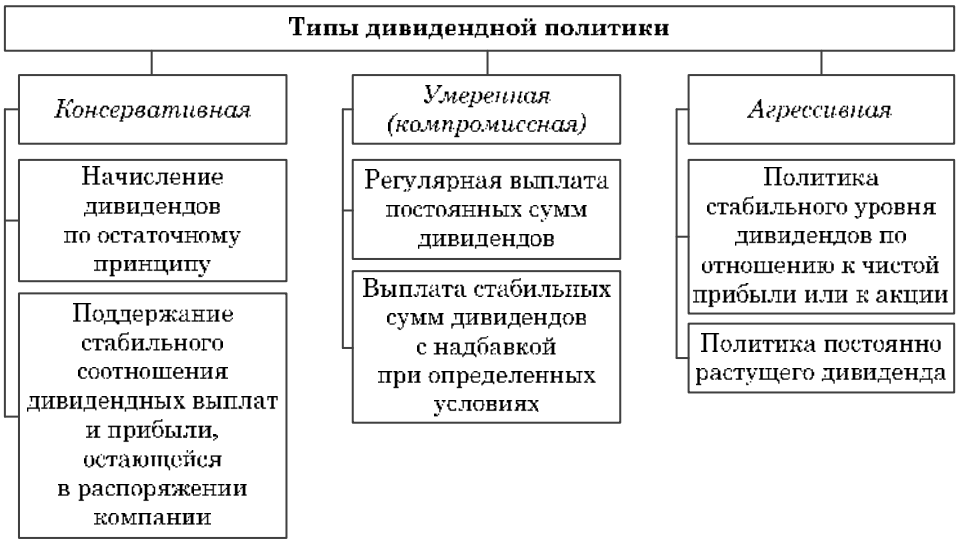

Рис. 13.3. Типология дивидендной политики

Консервативная дивидендная политика предусматривает выплату дивидендов в пропорциях, позволяющих удовлетворять потреб-

[1] *Бригхем Ю., Эдхардт М.* Финансовый менеджмент: пер. с англ. 10-е изд. СПб.: Питер, 2009. С. 707.

ности производственного развития компании и более быстрыми темпами наращивать рыночную стоимость акций. Эта политика реализуется в двух вариантах:

1) *начисление дивидендов по остаточному принципу*. Начисление дивидендов происходит только после того, как за счет прибыли сформирован объем собственных средств, достаточный для принятия инвестиционных решений по развитию компании в предстоящем периоде. Если по имеющимся инвестиционным проектам уровень внутренней ставки доходности превышает средневзвешенную стоимость капитала, то основная часть прибыли должна быть направлена на реализацию таких проектов, поскольку она обеспечит высокий темп роста капитала компании, а следовательно, отложенного дохода ее акционеров. Достоинством данного варианта дивидендной политики является обеспечение высоких темпов развития компании, повышение ее платежеспособности и финансовой устойчивости, укрепление позиции корпорации на товарном и финансовом рынках. В то же время этому варианту присущи непредсказуемость и нестабильность дивидендных выплат, которые связаны не только с размером заработанной прибыли, но и с планами инвестиционного развития компании. Акционеры могут негативно относиться к условиям неопределенности выплаты дивидендов, так как они не готовы ждать отдачи от инвестиций в течение длительного срока. Инвестиционная привлекательность акций для потенциальных инвесторов может снижаться;

2) *поддержание стабильного соотношения дивидендных выплат и прибыли, остающейся в распоряжении компании*, на основе установления долговременного норматива на потребляемую и капитализируемую части прибыли. Преимущество данного варианта в том, что дивидендная политика позволяет повысить предсказуемость размеров дивидендных выплат. В качестве недостатков можно отметить сдерживание роста компании при необходимости наращивания капитала, снижение ликвидности при уменьшении чистой прибыли, риск потери платежеспособности. Поэтому применять такой вариант консервативной политики предпочтительно в периоды стабилизации финансового рынка, а также в том случае, если положение компании на товарном и финансовом рынке достаточно устойчивое, объем продаж и доходы постоянно растут.

Умеренная (компромиссная) дивидендная политика — такая, при которой компания пытается соблюсти баланс между интересами акционеров, нуждающихся в выплате дивидендов, и своими потребностями в наращивании капитала.

Реализуется в двух вариантах:

1) *регулярная выплата постоянных сумм дивидендов*, с зафиксированным размером в расчете на одну акцию, величина которого устанавливается, как правило, на минимальном уровне. Позволяет облегчить прогноз стоимости акций компаний и доходов инвесторов, однако при отсутствии прибыли может нанести ущерб эмитенту, поскольку компания-эмитент не сможет произвести дивидендные выплаты, а при росте прибыли — вызвать недовольство акционеров, поскольку установлен минимальный фиксированный размер чистой прибыли на одну акцию;

2) *выплата стабильных сумм дивидендов с надбавкой при определенных условиях*, так называемых экстра-дивидендов. Сглаживает колебания курсовой стоимости акций, гарантирует акционерам заранее известный минимальный уровень дохода, позволяет поощрять собственников в случае успешной работы компании и при отсутствии необходимости осуществления затрат по расширению производства, обеспечивает тесную взаимосвязь с результатами финансово-хозяйственной деятельности. Следует отметить, что не рекомендуется осуществлять такие выплаты на регулярной основе. Экстра-дивиденды должны выплачиваться в случае достижения реальных успехов в развитии бизнеса.

Агрессивная дивидендная политика — та, при которой осуществляется начисление максимально возможного размера дивидендов. Наиболее актуальна для компаний, акционерами которых является большое количество физических лиц, либо планирующих осуществить новую эмиссию среди этой категории акционеров. Реализация агрессивной дивидендной политики также осуществляется в двух вариантах:

1) *политика стабильного уровня дивидендов по отношению к чистой прибыли или к акции*. Утверждается длительно действующий норматив распределения чистой прибыли между фондом дивидендов и фондом развития компании. При этом доля прибыли, направляемая на выплату дивидендов, может кратно превышать размер чистой прибыли, остающейся в распоряжении корпорации. Достоинством данного варианта является простота формирования дивидендной политики и наличие пропорциональной связи с финансовыми результатами деятельности. Однако в периоды формирования неблагоприятных финансовых результатов дивидендные выплаты нестабильны и непредсказуемы, а при значительных колебаниях прибыли риск банкротства компании увеличивается;

2) *политика постоянно растущего дивиденда*, при котором размер дивидендов каждого последующего периода превосходит их величину за предыдущий. Обеспечивает компании-эмитенту высокий рейтинг и инвестиционный интерес потенциальных инвесторов к акциям, поскольку рынок получает позитивный информационный сигнал. Однако снижается финансовая устойчивость компании, реализующей такой вариант дивидендной политики, уменьшается объем инвестиций на производственное развитие, недостаток денежных средств в отдельные неудачные финансовые периоды может повлечь падение курса акций при отказе от принятой дивидендной стратегии. Кроме того, компании не могут длительный период времени применять такую дивидендную политику, так как это снижает темпы их развития. В то же время резкое сокращение размера дивидендных выплат может неблагоприятно отразиться на стоимости акций компаний, поскольку рынок получит сигнал об ухудшении показателей ее деятельности.

Этап 3. После выбора типа и варианта реализации дивидендной политики компания определяет порядок распределения чистой прибыли:

– из суммы чистой прибыли вычитаются обязательные отчисления в резервный и другие обязательные фонды специального назначения, предусмотренные уставом общества. «Очищенная» сумма чистой прибыли представляет собой так называемый «дивидендный коридор», в рамках которого реализуется соответствующий тип дивидендной политики;

– оставшаяся часть чистой прибыли распределяется на капитализируемую и потребляемую ее части. Если акционерным обществом выбран первый вариант консервативной дивидендной политики, т. е. определение размера дивидендов по остаточному принципу, то в процессе расчетов приоритетной задачей является формирование фонда производственного развития. В случае выбора агрессивного типа дивидендной политики сначала формируется фонд дивидендных выплат, и наоборот;

– сформированный за счет прибыли фонд потребления распределяется на фонд дивидендных выплат и фонд потребления персонала акционерного общества (предусматривающий дополнительное материальное стимулирование работников и удовлетворение их социальных нужд).

Этап 4. Определяются формы выплаты дивидендов. К основным формам выплаты дивидендов относятся:

– выплаты денежными средствами;

– выплаты акциями;
– автоматическое реинвестирование;
– выкуп акций компанией.

Традиционно компании производят расчеты по дивидендам с собственниками в *денежной форме* (cash dividend). Это наиболее простая и распространенная форма дивидендных выплат. Необходимым условием является наличие денежных средств на расчетном счете компании. В случае их недостаточности возможно привлечение специального кредита под выплату дивидендов. При этом нужно помнить, что наличие денежных средств для выплаты дивидендов и сформированные источники дивидендных выплат — это не одно и то же. Источником выплаты дивидендов по обыкновенным акциям является чистая прибыль компании, а по привилегированным акциям — чистая прибыль и специальные фонды в случае ее недостаточности.

При *выплате дивидендов акциями* (stock dividend или scrip dividend) вместо денежных средств акционерам предоставляются вновь эмитированные акции на сумму дивидендных выплат. При этом денежные средства остаются в обороте компании и поддерживают ее платежеспособность и ликвидность; увеличивается количество акций в обращении, что, как правило, приводит к снижению их рыночной стоимости и повышению ликвидности; сохраняется инвестиционная привлекательность акций компании, особенно для тех акционеров, которые ориентированы на рост капитала в будущем; сохраняется положительная дивидендная история. У акционеров, предпочитающих получение текущего дохода, остается возможность продать дополнительные акции на рынке, что снизит стоимостную оценку активов на одну акцию, поскольку в обращении количество акций увеличивается.

Реинвестирование дивидендов — это способ увеличения дохода, при котором инвестор концентрирует свой капитал в одной компании, вкладывая полученные дивиденды в акции компании. Инвестор может быстрее вложить свои деньги и приумножить будущий капитал за счет *автоматического инвестирования дивидендов в акции*. Такая форма выплат подразумевает предоставление акционерам права выбора — либо получить дивиденды наличными, либо реинвестировать их в дополнительные акции (в этом случае акционер заключает с компанией или обслуживающей ее брокерской конторой соответствующее соглашение). Компания, в свою очередь, получает дополнительный источник финансирования за счет той суммы, которую она могла бы выплатить из чистой прибыли в виде дивидендов, но напра-

вила на реализацию своих инвестиционных решений. Реинвестирование дивидендов через брокеров в США называется Dividend Reinvestment Plan (DRIP). Принцип DRIP заключается в том, что дивиденды, поступающие инвесторам от компании, автоматически реинвестируются в дополнительные акции этой компании в дату выплаты дивидендов, тем самым достигается экономия на налогах.

Основные преимущества программы автоматического реинвестирования для акционеров состоят в следующем: отсутствие брокерской комиссии; приобретение новых акций с дисконтом и дробного (неполного) количества акций; выстраивание позиции по акциям в долгосрочном периоде; доступность при ограниченных доходах инвестора; диверсификация портфеля ценных бумаг, принадлежащего инвестору. Особенно это касается пассивного инвестора, который формирует свой портфель на условиях долгосрочного горизонта инвестирования. Для такого класса инвесторов основной проблемой является быстрое размещение высвободившихся денежных средств в активы финансового рынка. Программа DRIP позволяет это сделать с наименьшими временными и финансовыми издержками. Тем не менее для акционеров данная программа может иметь отрицательный аспект: акционер вынужден приобрести акции в любом случае, даже в период нестабильной ситуации на финансовом рынке, кроме того, у него нет возможности контролировать стоимость приобретаемых акций.

К преимуществам выплаты дивидендов в форме автоматического реинвестирования для компании-эмитента можно отнести: снижение стоимости капитала; уменьшение негативных сигналов при эмиссии новых акций; расширение и укрепление базы потенциальных инвесторов; укрепление взаимоотношений со стейкхолдерами.

Выкуп акций компании из обращения (share repurchase) — еще один инструмент построения финансовых отношений с собственниками. Вместо периодических выплат денежных средств собственник получает разовую выгоду от продажи акций компании.

Выкуп акций позволяет повысить коэффициент дивидендных выплат в предстоящем периоде, что приводит к повышению рыночной цены акций. В российском законодательстве не предусмотрены ограничения по срокам выкупа акций, так что компании их устанавливают самостоятельно. Следовательно, может возникнуть значительный временной лаг между перечислением акций на счет выкупающей компании и фактической их оплатой. Выкуп акций способствует росту котировок, становится аналогом дивидендных выплат с преимуще-

ствами в плане налогообложения. От компании своим акционерам поступает предложение о выкупе акций по цене выше рыночной.

Покупая свои акции по цене немного выше рыночной, через некоторое время компания сможет продать их по значительно более высокой цене. Выплата дивидендов обычно повышает стоимость акций, это же касается и формы их выкупа. Согласно исследованиям по американскому рынку, объявление о выкупе акций приводит к росту их котировок на 2 %.

Компании выкупают собственные акции:

– для выплаты своим работникам вознаграждения в форме акций;

– для увеличения прибыли на одну акцию за счет уменьшения количества выпущенных;

– в случае слияния;

– для уменьшения числа акционеров;

– для предотвращения попытки поглощения компании;

– для поддержания рынка собственных акций;

– для облегчения выкупа корпорации ее управляющими.

В табл. 13.3 систематизированы основные законодательные нормы реализации дивидендной политики российскими корпорациями.

Таблица 13.3

Основные законодательные нормы дивидендной политики

Положение	Содержание
Сущность дивиденда	Дивидендом признается любой доход, полученный акционером от организации при распределении прибыли, остающейся после налогообложения, по принадлежащим акционеру акциям
Источник дивиденда	Чистая прибыль корпорации, а в случае ее недостаточности (по привилегированным акциям) специальные фонды
Размер дивиденда	По обыкновенным акциям рекомендуется советом директоров и утверждается общим собранием акционеров. Размер утвержденного дивиденда не может быть больше рекомендованного. По привилегированным акциям размер дивиденда оговаривается в условиях эмиссий акций (фиксированный, плавающий, с долей участия)
Периодичность выплаты дивидендов	Квартал, полугодие, 9 месяцев, год
Форма выплаты дивидендов	Денежная, неденежная, в том числе акциями (капитализация доходов)

Окончание табл. 13.3

Положение	Содержание
Право на получение дивидендов	Список владельцев акций, допущенных к участию в общем собрании акционеров, на котором принимается решение о выплате дивидендов, составляется на определенную дату («экс-дивидендная дата»). Приобретение акций после этой даты не дает права на получение дивидендов
Дата выплаты дивидендов	Общество обязано выплатить объявленные дивиденды. Срок выплаты устанавливается уставом или общим собранием. Если срок не определен, он не должен превышать для: 1) зарегистрированных лиц — профессиональных участников (доверительных управляющих или номинальных держателей) — 10 дней; 2) для других зарегистрированных лиц — 25 рабочих дней с даты, на которую определяются лица, имеющие право на получение дивидендов
Ограничения на выплату дивидендов	Общество не вправе объявлять дивиденды в следующих случаях: 1) до полной оплаты уставного капитала; 2) до выкупа акций по требованию акционеров; 3) при признаках банкротства (или появлении таковых после выплаты дивидендов); 4) на «казначейские акции»; 5) если стоимость чистых активов меньше суммы его уставного капитала, резервного фонда и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости привилегированных акций всех типов
Налогообложение дивидендов	Дивиденды поступают к владельцам «очищенными» от налогов. Ставка налога для: 1) резидентов — юридических лиц — 13 %; 2) резидентов — физических лиц — 13 %; 3) нерезидентов — 15 %
Информация о дивидендах	Отчет о выплате объявленных (начисленных) дивидендов должен включаться в годовой отчет. Общество обязано (Кодекс корпоративного управления) раскрывать информацию о выплате дивидендов (размер и порядке) или причинах их невыплаты

Примечание. Сост. по: *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: УрГЭУ, 2017. С. 103–104.

Этап 5. Завершающим этапом является *оценка эффективности дивидендной политики* как для компании-эмитента, так и для ее собственников-акционеров. На этом этапе осуществляется определение коэффициента выплаты дивидендов, коэффициента соотношения цены и дохода по акции и других параметров, позволяющих оценить эффективность утвержденной на соответствующий период дивидендной политики. Подробно содержание данного этапа будет рассмотрено в параграфе 13.4.

Вопросы для самопроверки

1. Охарактеризуйте основные внешние и внутренние факторы, определяющие дивидендную политику, поясните необходимость их оценки.
2. Назовите преимущества и недостатки консервативной дивидендной политики как для компании-эмитента, так и для ее собственников-акционеров.
3. Назовите преимущества и недостатки умеренной (компромиссной) дивидендной политики как для компании-эмитента, так и для ее собственников-акционеров.
4. Назовите преимущества и недостатки агрессивной дивидендной политики как для компании-эмитента, так и для ее собственников-акционеров.
5. Назовите формы выплаты дивидендов компаниями-эмитентами. Какая из них, по вашему мнению, наиболее предпочтительна для акционеров? Почему?

13.4. Эффективность дивидендной политики корпорации и ее влияние на благосостояние акционеров

Рыночная цена акции зависит от размера выплачиваемых дивидендов и финансового положения корпорации, а также от рыночных, общеэкономических, политических факторов, которые были рассмотрены в параграфе 13.3. При увеличении размера дивидендных выплат инвестиционная оценка акции будет расти, а бухгалтерская стоимость акции падать, так как дивиденды выплачиваются за счет составной части собственного капитала — чистой прибыли отчетного года. Выплата значительных дивидендов будет приводить к сокращению внутренних источников развития корпорации. Поскольку информация о величине дивидендов оказывает влияние на курсовую стоимость акции, топ-менеджмент компании вынужден поддерживать стабильность дивидендных выплат. Большинство корпораций стремятся именно к этому и увеличивают размер дивидендов только тогда, когда есть понимание, что в будущем компания сможет выплачивать дивиденды в еще большем размере. Аналитики финансового рынка и инвесторы истолковывают рост дивидендов как признак того, что руководство корпорации рассчитывает на долговременный подъем. Именно поэтому решение корпорации об увеличении дивидендов, как правило, ведет к росту курсовой стоимости акций.

Ранее было сказано, что существует два сущностных подхода к формированию дивидендной политики: концепция незначимости

дивидендов и концепция значимости дивидендов. Через призму этих сущностных подходов сформировались *«подход эмитента»* и *«подход инвестора»*.

Согласно первому подходу дивидендная политика считается оптимальной, если при ее реализации интересы компании-эмитента приоритетны, но тем не менее учитываются и интересы собственников компании — акционеров.

Второй научный подход предполагает, что дивидендная политика может считаться оптимальной, если удовлетворение инвестиционных ожиданий акционеров относительно дивидендных выплат осуществляется в приоритетном порядке, но в то же время принимаются во внимание потребности компании в финансовых ресурсах.

Можно констатировать что оба подхода являются компромиссными и отличаются только расстановкой приоритетов в отношении эмитентов и инвесторов, но оба предполагают сохранение баланса экономических выгод как для компании, так и для акционеров.

Практика формирования и реализации дивидендной политики российскими компаниями показывает, что более подходящим является «подход инвестора», поскольку для них характерно наличие мажоритарных акционеров, чьи инвестиционные предпочтения в значительной мере определяют выбор типа и варианта дивидендной политики.

В современной зарубежной и российской научной литературе традиционно выделяется один либо несколько критериев, по которым приводятся аргументы, подтверждающие их значимость с точки зрения инвесторов, и в соответствии с которыми можно оценить эффективность разработанной и реализуемой корпорацией дивидендной политики.

С точки зрения И. Н. Богатой и Е. М. Евстафьевой, в качестве главного критерия оценки проводимой компанией дивидендной политики следует рассматривать уровень дивидендных выплат, фактически представляющий собой отношение совокупного фонда дивидендных выплат для владельцев обыкновенных акций к количеству простых акций, эмитированных акционерным обществом, т. е. в качестве показателя привлекательности дивидендной политики авторы предлагают использовать размер дивидендов в расчете на одну обыкновенную акцию[1].

---

[1] *Богатая И. Н., Евстафьева Е. М.* Методология и методика формирования учетно-аналитического обеспечения дивидендной политики // Вестник Адыгейского государственного университета. Серия 5: Экономика. 2009. № 1. С. 113.

В. В. Бочаров для оценки эффективности дивидендной политики компании предлагает использовать несколько взаимосвязанных показателей:

– коэффициент выплаты дивидендов, т. е. долю дивидендных выплат в чистой прибыли, приходящейся на одну обыкновенную акцию;

– достигнутый эффект финансового рычага (левериджа), который обусловлен сложившимся соотношением используемого заемного и собственного капитала;

– уровень дивидендных выплат в компаниях-конкурентах;

– неотложность платежей по ранее полученным кредитам и займам, т. е. поддержание достаточной платежеспособности, что является более приоритетной задачей по сравнению с ростом дивидендных выплат[1].

Н. С. Пласкова полагает, что для инвестора наиболее важен полученный компанией совокупный доход, состоящий из суммы дивидендов и прироста рыночной стоимости акций, но не абсолютный размер дивидендов или дивидендная доходность акций. С ее точки зрения эффективность дивидендной политики достигается оптимальностью соотношения между использованием прибыли (потреблением) собственниками и ее будущим ростом за счет капитализации (реинвестирования), максимизирующим рыночную стоимость организации и обеспечивающим стратегическое развитие[2].

Краткий обзор точек зрения российских ученых показал, что единого подхода к выявлению и обоснованию критериев, позволяющих оценивать эффективность дивидендной политики компаний, не существует. В большинстве научных трудов на современном этапе к оценке дивидендной политики компании предлагается подходить через величину дохода — абсолютную или относительную, которая была в среднем получена ранее (ретроспективная доходность) либо может быть получена при сохранении прежнего подхода к осуществлению дивидендных выплат при условии приобретения акции по текущей рыночной цене (прогнозируемая доходность). В табл. 13.4 приведены показатели оценки эффективности дивидендной политики компании, наиболее часто встречающиеся в зарубежной и российской теории и практике.

---

[1] *Бочаров В. В.* Корпоративные финансы. СПб.: Питер, 2008. С. 228–229.

[2] *Пласкова Н. С.* Экономический анализ: учебник. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Эксмо, 2010. 331 с.

Таблица 13.4

Показатели оценки эффективности дивидендной политики

Показатель	Способ расчета
Прибыль на одну обыкновенную акцию (earnings per share — EPS)	Чистая прибыль компании / количество обыкновенных акций
Дивиденды на одну обыкновенную акцию (dividends per share — DPS)	(Чистая прибыль компании – дивиденды по привилегированным акциям) / количество обыкновенных акций
Показатель цена/доход, мультипликатор доходов (price/earnings ratio, earnings multiple)	Рыночная цена обыкновенной акции / доход на обыкновенную акцию
Дивидендный доход на обыкновенную акцию (dividend yield — YID)	Дивиденды на обыкновенную акцию / рыночная цена обыкновенной акции
Коэффициент дивидендных выплат (dividend payout ratio, DPR)	Чистая прибыль, распределенная на дивиденды / чистая прибыль компании
Коэффициент котировки акций (market/book, M/B)	Рыночная цена акции / балансовая стоимость активов компании, приходящаяся на акцию

Примечание. Сост. по: *Официальный* сайт компании Ppt-online. URL: https://ppt-online.ru.

С нашей точки зрения, если учитывать «подход инвестора», то показателями, позволяющими судить об эффективности проводимой дивидендной политики корпорации, являются:

– число выплат дивидендов в год;

– динамика сумм, направляемых на выплаты собственникам;

– динамика денежных дивидендов, приходящихся на одну обыкновенную акцию;

– доля чистой прибыли отчетного года, направляемая на дивиденды, норма дивидендных выплат;

– дивидендная доходность как отношение выплаченного в денежной форме дивиденда на акцию за отчетный год к цене этой акции на некий фиксируемый момент времени (например, на конец календарного года);

– число выкупов акций в год и суммы, направляемые на выкуп;

– наличие программ реинвестирования дивидендов.

Есть четыре важные даты, к которым привязаны дивиденды:

– дата, когда объявляется решение совета директоров по рекомендации дивидендов общему собранию акционеров. В решении содержится дата закрытия реестра, дата (период) выплаты и величина дивиденда на акцию;

– дата закрытия реестра (record date) — дата составления списка лиц, имеющих право на дивиденды. Для того чтобы получать дивиденды, необходимо быть включенным в этот список;

– экс-дивидендная дата (ex-dividend date) — дата за 3 дня до закрытия реестра. Начиная с экс-дивидендной даты акции торгуются без права на получение объявленных дивидендов;

– дата выплаты (payment date) — дата, при наступлении которой акционер получает причитающиеся ему дивиденды, т. е. на счета акционеров направляются денежные средства со счета компании-эмитента или номинального держателя и доверительного управляющего[1].

Рассмотрим порядок расчета основных показателей, характеризующих эффективность дивидендной политики.

Показатель дивидендного выхода POR (payout ratio) рассчитывается по формуле

$$POR = 1 - RR, \tag{13.1}$$

где RR — норма реинвестирования за счет собственных средств[2].

Коэффициент дивидендных выплат (dividend payout ratio) предоставляет ценную информацию о дивидендной политике компании для инвесторов. В частности, он показывает уровень зрелости компании и ее дивидендную устойчивость. У молодых компаний он достаточно мал или равен нулю. Если коэффициент выплат находится на уровне 40–70 %, то в акции этих компаний можно инвестировать. Если показатель выше, то следует оценивать тенденции деловой активности — они должны быть стабильными, что будет свидетельствовать об успешной работе корпорации.

Коэффициент дивидендных выплат рассчитывается по формуле

$$DPR = DPS / EPS, \tag{13.2}$$

где DPS — дивиденды к выплате; EPS — чистая прибыль компании.

Также может рассчитываться коэффициент дивидендных выплат по отношению к свободному денежному потоку (cash to stockholders to FCFE ratio), который характеризует долю дивидендов, вы-

---

[1] *Бочаров В. В.* Корпоративные финансы. СПб.: Питер, 2008. С. 228–229.

[2] *Теплова Т. В.* Корпоративные финансы: учеб. для бакалавров. М.: Юрайт, 2016. 655 с.

плачиваемых акционерам из свободного денежного потока. Чем выше этот показатель, тем большая доля из свободного денежного потока идет на дивидендные выплаты. Отрицательное значение показателя говорит о том, что у компании нет средств для дальнейшего развития бизнеса. Наличие свободного денежного потока на конец отчетного периода позволяет компании своевременно исполнять долговые обязательства и является базисом для дальнейшего роста и расширения.

Показатель выплаты дивидендов по отношению к свободному денежному потоку рассчитывается по формуле

$$\text{Cash to stockholders to FCFE ratio} = \text{DPS}/\text{FCFE}, \qquad (13.3)$$

где FCFE — свободный денежный поток.

Эффективность дивидендной политики для инвестора может быть *проиллюстрирована коэффициентом котировки акций* (market/book), который рассчитывается как отношение рыночной цены акции к балансовой стоимости активов компании, приходящихся на акцию, и показывает, во сколько раз дороже (или дешевле) стоит компания на фондовом рынке по сравнению с балансовой стоимостью ее активов.

Таким образом, можно сформулировать следующие положения. Если дивидендная политика является чисто финансовым решением, то количество привлекательных инвестиционных проектов, доступных для компании, будет определять уровень дивидендных выплат. Если у фирмы имеются хорошие инвестиционные возможности, то должны анализироваться соответствующие цены заемного капитала и нераспределенной прибыли. Если в настоящее время инвестиционные возможности отсутствуют, но они возможны в будущем, то может быть предпочтительнее выплатить дивиденд.

Напомним, что на дивидендную политику российских акционерных компаний значительное влияние оказывают нормативные требования государства по процентному распределению прибыли в пользу дивидендных выплат. Крупные корпорации, с большим финансовым потенциалом, ориентируясь на рекомендуемый государством процент распределения прибыли, придерживаются предсказуемых, стабильных дивидендных выплат, что соответствует агрессивной дивидендной политике. Стабильность выплат при возможном снижении прибыли обеспечивается за счет прибыли прошлых лет или за счет специально формируемых фондов.

Основные направления повышения эффективности разрабатываемой дивидендной политики требуют от корпораций учета следующих факторов:

1) *потребность в денежных средствах.* Способность бизнес-структуры поддерживать стабильный уровень дивидендов должна быть проанализирована в связи с вероятным распределением будущих потоков денежных средств;

2) *ликвидность.* Ликвидность компании является основным критерием при принятии решений по выплате дивидендов: поскольку дивиденды представляют собой отток средств, то чем больше кассовый остаток и общая ликвидность компании, тем выше ее способность выплачивать дивиденды;

3) *возможность использования заемных средств.* Чем больше возможностей у компании привлечь заемные средства, тем большей гибкостью она обладает и тем шире ее возможности по выплате дивидендов.

Вопросы для самопроверки

1. Что означает «подход эмитента» и «подход инвестора» при формировании дивидендной политики?
2. Назовите показатели, по которым можно судить об эффективности дивидендной политики.
3. Чем различаются показатели «прибыль на одну обыкновенную акцию» и «дивиденды на одну обыкновенную акцию»?
4. К каким датам привязаны дивиденды?
5. Какие факторы необходимо учитывать корпорациям при разработке направлений повышения эффективности дивидендной политики?

Литература по теме

Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: учеб. пособие / пер. с англ.; науч. ред. Н. Н. Барышниковой. 2-е изд. М.: Олимп-Бизнес, 2004. 1087 с.

Леонтьев В. Е., Бочаров В. В., Радковская Н. П. Корпоративные финансы: учеб. для вузов. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2022. 354 с.

Никитина Н. В., Янов В. В. Корпоративные финансы: учеб. пособие. М.: КноРус, 2014. 512 с.

Никитушкина И. В., Макарова С. Г., Студников С. С. Корпоративные финансы: учеб. для акад. бакалавриата / под общ. ред. И. В. Никитушкиной. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2015. 521 с.

Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А. Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2017. 124 с.
Теплова Т. В. Корпоративные финансы: учеб. для бакалавров. М.: Юрайт, 2013. 655 с.

Основные термины

Дата объявления дивидендов — дата, когда компания объявляет о дате выплаты дивидендов и их величине.

Дата закрытия реестра — дата составления списка лиц, имеющих право на дивиденды. Для того чтобы получать дивиденды, необходимо быть включенным в этот список.

Экс-дивидендная дата — дата за 3 дня до закрытия реестра. Начиная с экс-дивидендной даты акции торгуются без права на получение объявленных дивидендов.

Дата выплаты дивидендов — дата, при наступлении которой акционер получает причитающиеся ему дивиденды, т. е. на счета акционеров направляются денежные средства со счета компании-эмитента или номинального держателя и доверительного управляющего.

Дивиденд — любой доход, полученный акционером (участником) от организации при распределении прибыли, остающейся после налогообложения (в том числе в виде процентов по привилегированным акциям), по принадлежащим акционеру (участнику) акциям (долям) пропорционально долям акционеров (участников) в уставном (складочном) капитале этой организации.

Дивидендная история — условия, сроки, периодичность, абсолютные размеры, динамика выплаты дивидендов и случаи нарушения прав акционеров на получение дивидендов со стороны корпорации на протяжении всего периода ее существования.

Дивидендная политика — процесс оптимизации пропорций распределения прибыли на потребляемую акционерами и капитализируемую части с целью роста рыночной стоимости компании.

Консервативная дивидендная политика — политика, при которой выплата дивидендов происходит в пропорциях, позволяющих удовлетворять потребности производственного развития компании и более быстрыми темпами наращивать рыночную стоимость акций.

Умеренная (компромиссная) дивидендная политика — политика, при которой компания пытается соблюсти баланс между интересами акционеров, нуждающихся в выплате дивидендов, и своими потребностями в наращивании капитала.

Агрессивная дивидендная политика — политика, при которой осуществляется начисление максимально возможного размера дивидендов.

Кредитная история — способность корпорации своевременно и в полном объеме рассчитываться по своим долговым обязательствам, погашать

не только основную сумму долга, но и проценты за пользование заемными ресурсами.

МСФО — международные стандарты финансовой отчетности.

РСБУ — российские стандарты бухгалтерского учета.

«Подход инвестора» к формированию дивидендной политики — такой, при котором дивидендная политика считается оптимальной, если при ее реализации интересы компании-эмитента приоритетны, но тем не менее учитываются и интересы собственников компании — акционеров.

«Подход эмитента» к формированию дивидендной политики — такой, при котором дивидендная политика может считаться оптимальной, если удовлетворение инвестиционных ожиданий акционеров относительно дивидендных выплат осуществляется в приоритетном порядке, но в то же время принимаются во внимание потребности компании в финансовых ресурсах.

Реинвестирование дивидендов — способ увеличения дохода, при котором инвестор концентрирует свой капитал в одной компании, вкладывая полученные дивиденды в ее акции.

Российские публичные компании с государственным участием — те, в которых контрольные пакеты акций принадлежат Российской Федерации, но в хозяйственной деятельности они выступают как частные.

Российские компании с государственным участием Российской Федерации, субъектов Российской Федерации или органов муниципальной власти Российской Федерации — те, в которых контрольный пакет формально принадлежит государству, но реального влияния на эти компании государство не оказывает.

Теория отсутствия значимости дивидендов — утверждает, что при определении общей стоимости компании величина дивидендов не имеет значения.

Теория значимости дивидендов — подчеркивает, что размер дивидендных выплат имеет значение при определении стоимости компании.

14 Классические и современные теории капитала корпорации

14.1. Экономическая сущность капитала и его классификация

Термин «капитал» является ключевой экономической категорией, комплексное и емкое содержание которой выражается в следующих основных аспектах:

– капитал выступает базовым фактором производства;

– капитал отражает объем финансовых ресурсов экономического субъекта;

– капитал характеризует уровень благосостояния собственников бизнеса;

– капитал определяет рыночную стоимость компании;

– характер динамики величины чистого капитала является индикатором эффективности финансово-хозяйственной деятельности компании.

В силу обозначенного выше многоаспектного содержания экономической категории «капитал», в отечественной и зарубежной научной литературе отсутствует однозначная трактовка этого понятия. В финансовой науке можно выделить три подхода к трактовке и, соответственно, расчету величины капитала корпорации:

– экономический;

– бухгалтерский;

– учетно-аналитический.

Содержание обозначенных подходов представлено на рис. 14.1.

Позиционирование капитала в рамках теории корпоративных финансов и финансового менеджмента базируется на положениях учетно-аналитического подхода.

Подходы к трактовке капитала

Экономический подход	*Бухгалтерский подход*	*Учетно-аналитический подход*
Базируется на концепции физического капитала. В рамках данного подхода капитал подразделяют на реальный и финансовый. Реальный капитал связан с материально-вещественными благами или факторами производства (здания, сооружения, машины, оборудование, сырье, материалы). Финансовый капитал воплощается в денежных средствах и ценных бумагах. Таким образом, согласно экономическому подходу величину капитала необходимо определять как итог бухгалтерского баланса по активу	Основан на концепции финансового капитала. Согласно этой концепции капитал определяется с позиции заинтересованности собственников в активах организации. В данном случае речь идет о размере собственного капитала или «фонда собственников». В бухгалтерском балансе это III раздел «Капитал и резервы». Таким образом, капитал с точки зрения бухгалтерского подхода сопоставляют с чистыми активами организации	Представляет собой комбинацию экономического и бухгалтерского подходов, используя модификации физической и финансовой концепций капитала. Согласно данному подходу капитал как совокупность ресурсов характеризуется одновременно с двух сторон: 1) направлений его вложения (капитал как единая самостоятельная субстанция не существует и всегда воплощается в некоторой физической форме); 2) источников возникновения. Соответственно выделяют две его взаимосвязанные разновидности: активный и пассивный капиталы. Активный капитал — это все имущество хозяйствующего субъекта (его основной и оборотный капитал), в стоимостном выражении отраженное активом бухгалтерского баланса. Пассивный капитал — это источники средств, за счет которых сформированы активы хозяйствующего субъекта. Эти источники, подразделяясь на собственные и заемные, отражаются пассивом бухгалтерского баланса

Рис. 14.1. Подходы к трактовке экономической категории «капитал»

Для понимания экономической сущности капитала корпорации необходимо рассмотреть его множественные разновидности. Классификация капитала корпорации может быть произведена по различным признакам, основные из которых демонстрирует рис. 14.2.

Рассмотрим более подробно отдельные виды капитала корпорации, обозначенные в соответствии с приведенной на рис. 14.2 классификацией.

1. *По праву собственности* выделяют собственный и заемный капитал. Собственный капитал характеризует ту часть имущественного комплекса корпорации, которая сформирована за счет собственных источников. Зачастую их бывает недостаточно для финансирования текущей деятельности и развития корпорации, поэтому возникает потребность в заемном капитале. Заемный капитал отражает все заемные обязательства корпорации, подлежащие погашению в предусмотренные сроки[1].

2. *По источникам привлечения* выделяют капитал, привлекаемый из внутренних источников и из внешних источников. Привлеченный из внутренних источников капитал характеризует величину финансовых ресурсов (как собственных, так и заемных), которые образуются непосредственно на уровне корпорации. К собственным внутренним финансовым ресурсам относится прежде всего нераспределенная прибыль. К заемным финансовым средствам, формируемым корпорацией, относятся, к примеру, текущие обязательства по расчетам.

3. *По национальной принадлежности* собственников капитала, предоставляющих его в использование, он подразделяется на национальный и иностранный. Иностранный капитал, как правило, привлекается субъектами среднего и крупного бизнеса, широко ориентированными на экспортно-импортные операции. Возможности привлечения иностранного капитала российскими компаниями в настоящее время существенно ограничены в связи с санкционным режимом и сложной геополитической ситуацией.

4. *По формам собственности* различают частный, государственный и смешанный капитал. Такая дифференциация применяется прежде всего в процессе формирования уставного фонда корпорации. Смешанный капитал характерен для государственных корпораций, а также иных форм государственно-частного партнерства.

---

[1] *Бланк И. А.* Финансовый менеджмент: учеб. курс. 2-е изд., перераб. и доп. Киев: Эльга: Ника-Центр, 2004. С. 253.

Рис. 14.2. Классификация капитала корпорации

5. *По целям использования* капитал подразделяется на производительный, ссудный, спекулятивный. Производительный капитал используется для осуществления операционной деятельности корпорации. Ссудный капитал инвестируется в различные финансовые инструменты денежного и долгового рынков. Спекулятивный капитал используется для осуществления спекулятивных финансовых операций, основанных на получении прибыли от курсовых разниц. Чем выше волатильность того или иного сегмента финансового рынка, тем выше спекулятивный потенциал его финансовых инструментов.

6. *По формам инвестирования* выделяют капитал в денежной, материальной и нематериальной формах. Капитал в денежной форме представляет собой все денежные средства корпорации, размещенные на расчетных, валютных счетах и в кассе. Капитал в материальной форме образуют иные активы, кроме денежных средств и нематериальных активов. Капитал в нематериальной форме представлен нематериальными активами корпорации (объекты интеллектуальной собственности, деловая репутация и др.).

7. *По объекту инвестирования* различают основной и оборотный капитал. Основной капитал корпорации — это ее внеоборотные активы, стоимостная оценка которых отражается в I разделе бухгалтерского баланса. Оборотный капитал корпорации — это ее оборотные активы (II раздел бухгалтерского баланса).

8. *По форме нахождения в процессе кругооборота* капитал корпорации дифференцируется на три вида: в денежной форме; в производственной форме; в товарной форме. На этапе создания бизнеса, а также с началом каждого нового операционного цикла капитал выступает в денежной форме. Его предназначение сводится к финансированию ресурсов, необходимых для осуществления производственно-сбытовой деятельности. По мере инвестирования капитала в производственные запасы происходит его трансформация из денежной в производственную форму. На конечном этапе технологического цикла капитал выступает уже в товарной форме (в виде запасов товарной продукции готовой к реализации).

9. *По характеру использования в хозяйственной деятельности* различают работающий и неработающий капитал. Работающий капитал используется при осуществлении финансово-хозяйственной деятельности корпорации. Неработающий капитал инвестирован в те виды активов, которые не принимают непосредственного участия в осуществлении различных операций в рамках операционной, фи-

нансовой и инвестиционной деятельности корпорации. Материальным воплощением неработающего капитала являются, к примеру, основные фонды, находящиеся на консервации; складские запасы товарно-материальных ценностей непригодные к использованию в силу их порчи или брака.

10. *По характеру использования собственниками* капитал подразделяется на потребляемый и накапливаемый (реинвестируемый). Такая дифференциация применяется в процессе распределения чистой прибыли корпорации. Потребляемый капитал представляет собой средства так называемого фонда потребления — одного из основных направлений распределения чистой прибыли корпорации наряду с резервным фондом и фондом накопления. Средства фонда потребления расходуются на выплату дивидендов, процентов, материальное стимулирование персонала, благотворительные проекты, мероприятия в рамках корпоративной социальной ответственности. Потребляемый капитал после его распределения на цели потребления, по сути, теряет функции капитала.

Накапливаемый (реинвестируемый) капитал образуют средства резервного фонда и фонда накопления. Резервный фонд предназначен для покрытия потенциально возможных убытков корпорации, а также выплаты дивидендов по привилегированным акциям. Средства фонда накопления используются для финансирования программ модернизации основных фондов и технического перевооружения, научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, природоохранных проектов, строительства новых производственных объектов, т. е. реинвестируются в развитие корпорации.

11. *По особенностям использования в инвестиционном процессе* капитал можно подразделить на первоначально инвестируемый; реинвестируемый; дезинвестируемый. Обозначенная дифференциация характеризует движение используемого капитала по отношению к конкретному объекту (инструменту) инвестирования применительно как к реальным, так и к финансовым (портфельным) инвестициям.

Первоначально инвестируемый капитал характеризует объем средств корпорации, направленный на приобретение (строительство, возведение) конкретного объекта инвестирования. Реинвестируемый капитал обозначает объем тех средств, которые накапливаются за счет средств чистого денежного потока, а затем повторно инвестиру-

ются. Дезинвестируемый капитал характеризует объем средств, выведенных (изъятых) из инвестиционных циклов корпорации.

12. *По временному периоду привлечения* капитал подразделяется на долгосрочный и краткосрочный. Долгосрочный капитал корпорации представляет собой совокупность ее собственного капитала и долгосрочных обязательств (привлекаемых на срок более одного года и отражаемых в IV разделе бухгалтерского баланса). Краткосрочный капитал — это краткосрочные обязательства корпорации, привлекаемые на срок менее одного года и фиксируемые в V разделе бухгалтерского баланса. С позиции теории финансового менеджмента краткосрочный капитал является основным источником финансирования оборотных активов корпорации, долгосрочный капитал — источником финансирования ее внеоборотных активов.

13. *По уровню риска* используемый капитал дифференцируется на низкорисковый, среднерисковый и высокорисковый. В качестве критерия дифференциации выступает уровень риска тех активов, в которые инвестирована та или иная часть капитала корпорации.

14. *По соответствию правовым нормам функционирования* различают легальный и «теневой» капитал. Легальным является капитал, полученный законным путем, без нарушения законодательных норм того государства, на территории которого функционирует корпорация. «Теневым» называется капитал, полученный незаконным способом с использованием теневых схем и с нарушением норм действующего законодательства страны.

Из многообразия классификационных признаков наибольшее внимание в теории корпоративных финансов уделяется дифференциации капитала на собственный и заемный. Структура собственного и заемного капитала корпорации рассмотрена в параграфе 14.2.

Вопросы для самопроверки

1. Назовите и охарактеризуйте научные подходы к трактовке экономической категории «капитал».
2. По каким признакам можно классифицировать капитал корпорации?
3. Каковы различия между ссудным и спекулятивным капиталом?
4. В какие формы трансформируется капитал корпорации в процессе своего кругооборота?
5. Что представляет собой реинвестируемый капитал? Каково его предназначение?

14.2. Структура капитала и факторы, ее определяющие

Структура капитала корпорации отражает сложившиеся на определенный момент времени пропорции между различными элементами ее собственного и заемного капитала.

Собственный капитал корпорации

Собственный капитал представляет собой часть стоимости в активах корпорации, остающуюся после удовлетворения требований третьих лиц (или после вычитания всех обязательств). Собственному капиталу придается ключевое значение среди всех источников финансирования корпорации. Именно он необходим для создания корпорации, и по его величине можно судить о масштабах ее деятельности. Кроме того, от величины собственного капитала корпорации зависят потенциальные объемы и стоимость привлечения заемных средств. Собственный капитал корпорации выполняет ряд функций (рис. 14.3).

Рис. 14.3. Функции собственного капитала корпорации

Основными структурными элементами собственного капитала корпорации являются уставный капитал, добавочный капитал, резервный капитал, нераспределенная прибыль (рис. 14.4).

Уставный капитал характеризует объем средств, вложенных в корпорацию ее учредителями пропорционально долям, указанным в учредительных документах. Формирование уставного капитала корпораций осуществляется в соответствии с требованиями федерального закона «Об акционерных обществах».

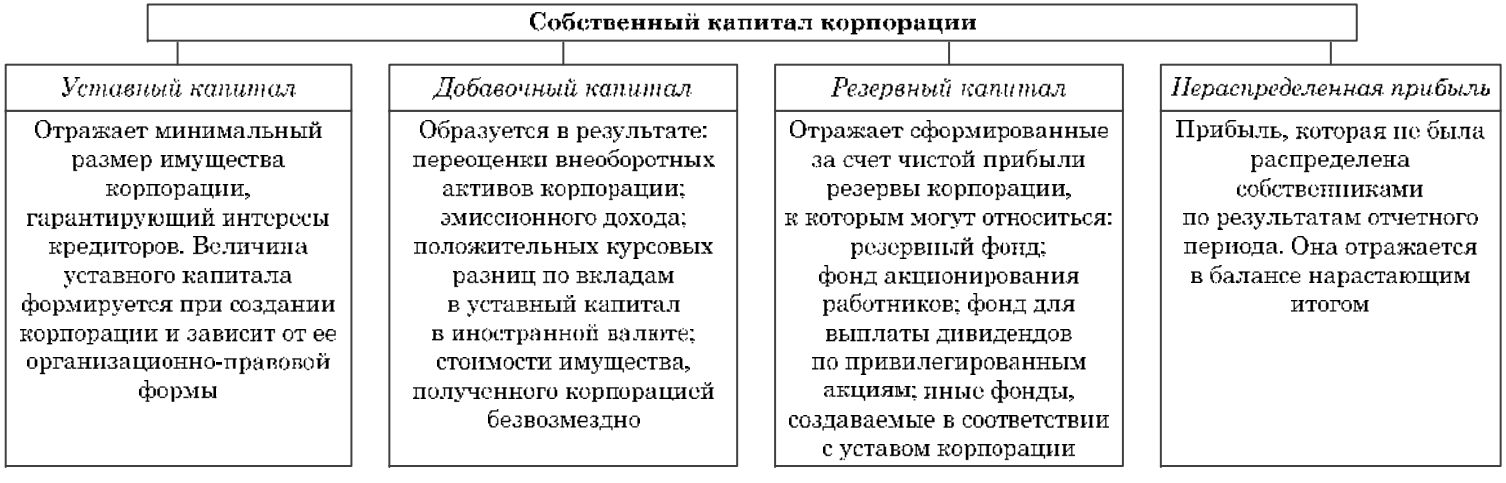

Рис. 14.4. Структура собственного капитала корпорации

Минимально необходимый размер уставного капитала зависит от организационно-правовой формы корпорации. В настоящее время его величина составляет 100 000 р. для публичного акционерного общества и 10 000 р. для непубличного общества. Взносы учредителей в уставный капитал могут осуществляться как в денежной, так и в иных формах: материальной (основные фонды); нематериальной (нематериальные активы); финансовой (ценные бумаги).

Уставный капитал акционерного общества представляет собой совокупную номинальную стоимость всех эмитированных акций. Акционерное общество выпускает обыкновенные акции и вправе размещать один или несколько типов привилегированных акций. При этом совокупная номинальная стоимость всех размещенных привилегированных акций не должна превышать 25 % уставного капитала общества[1].

Уставный капитал является наиболее стабильным структурным компонентом собственного капитала корпорации. На протяжении ее жизненного цикла предусматривается возможность уменьшения или увеличения уставного капитала, при этом соответствующие изменения фиксируются в уставе корпорации и осуществляются, как правило, с одобрения ее собственников.

Добавочный капитал корпорации формируется за счет следующих источников:

– прироста стоимости внеоборотных активов, выявляемого по результатам их переоценки. Такая переоценка основных средств и нематериальных активов может осуществляться не чаще одного раза в год. Она необходима для того, чтобы балансовая стоимость внеоборотных активов корпорации, по которой они отражаются в активе бухгалтерского баланса, максимально соответствовала их реальной (рыночной) стоимости;

– эмиссионного дохода — разницы между продажной и номинальной стоимостью акций, образовавшейся за счет их реализации;

– положительных курсовых разниц, образующихся в том случае, если вклады в уставный капитал корпорации вносились в иностранной валюте;

– прироста стоимости активов корпорации, полученных безвозмездно.

Добавочный капитал может быть использован по различным направлениям, в том числе на увеличение уставного капитала корпо-

---

[1] *Об акционерных* обществах: Федер. закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ.

рации; компенсацию чистого убытка, полученного за отчетный период. Порядок использования добавочного капитала определяется собственниками корпорации в соответствии с учредительными документами.

Резервный капитал представляет собой совокупность формируемых корпорацией резервных фондов, создаваемых с целью обеспечения ее стабильного функционирования. Наличие резервного капитала положительным образом влияет на финансовую устойчивость корпорации, снижая риски утраты платежеспособности в случае неблагоприятной рыночной конъюнктуры или воздействия каких-либо иных негативных факторов.

В составе резервного капитала в акционерных обществах могут учитываться:

– резервный фонд;

– фонд акционирования работников;

– фонд для выплаты дивидендов по привилегированным акциям;

– иные фонды, создаваемые в соответствии с уставом корпорации.

Среди обозначенных элементов резервного капитала важная роль отводится *резервному фонду*, формирование которого в акционерных обществах регламентируется ст. 35 ФЗ «Об акционерных обществах». Размер резервного фонда определяется уставом общества, но не может составлять меньше 5 % его уставного капитала. Формирование резервного фонда осуществляется посредством обязательных ежегодных отчислений от чистой прибыли корпорации до достижения им максимального размера, регламентированного уставом. Величина ежегодных отчислений от чистой прибыли также обозначена в уставе корпорации, но не может составлять менее 5 % чистой прибыли. Резервный фонд предназначен для покрытия убытков корпорации, а также для погашения облигаций и выкупа акций в случае отсутствия иных средств.

Специальный фонд акционирования работников может быть создан для того, чтобы аккумулировать средства, которые направляются исключительно на приобретение акций компании, продаваемых акционерами, для последующего их размещения среди работников.

Фонд для выплаты дивидендов по привилегированным акциям выступает в качестве резерва средств, направляемых на выплату дивидендов по привилегированным акциям в том случае, если в отчетном периоде чистой прибыли корпорации недостаточно для финансирования данного направления или фиксируется чистый убыток.

В качестве примеров иных фондов, входящих в состав резервного капитала корпорации, можно привести: фонд накопления; резерв предстоящих расходов и платежей; резерв сомнительных долгов и др. Порядок формирования и использования средств этих фондов регулируется уставом корпорации.

Нераспределенная прибыль представляет собой конечный финансовый результат деятельности корпорации, выявленный за отчетный период, за минусом обязательных платежей, осуществляемых за счет прибыли, установленных в соответствии с российским законодательством.

Таким образом, функциональное значение указанных структурных компонентов собственного капитала корпорации в финансировании ее деятельности разнообразно. Так, при создании корпорации основным источником финансирования является ее уставный капитал; для финансирования текущей деятельности используется нераспределенная прибыль; для финансирования крупных капитальных инвестиционных проектов помимо нераспределенной прибыли могут быть привлечены средства фонда накопления; для покрытия убытков корпорации используется резервный капитал.

Заемный капитал корпорации

Заемный капитал составляют средства, предоставленные корпорации сторонними лицами или государством. Все формы заемного капитала, используемые корпорацией, — это ее финансовые обязательства, подлежащие погашению в установленные сроки.

Заемный капитал играет важнейшую роль в деятельности корпорации. Он обеспечивает получение дополнительной прибыли и конкурентных преимуществ за счет заемного финансирования проектов развития корпорации. Кроме того, генерирует возможность повышения рентабельности собственного капитала за счет использования эффекта финансового рычага (при условии, что средняя процентная ставка по кредитным ресурсам ниже валовой рентабельности активов корпорации).

Заемный капитал подразделяется на два вида — долгосрочный и краткосрочный (рис. 14.5).

Критерием дифференциации заемного капитала на долгосрочный и краткосрочный является срок, на который предоставляются заемные средства: более 12 месяцев и до 12 месяцев соответственно. К *долгосрочному заемному капиталу* относятся долгосрочные кре-

диты, долгосрочные займы и финансовый лизинг. К *краткосрочному заемному капиталу* — краткосрочные кредиты, текущая кредиторская задолженность, прочие обязательства корпорации.

Рис. 14.5. Структура заемного капитала корпорации

Долгосрочные кредиты, как правило, привлекаются компаниями для инвестиционных целей — модернизации оборудования, нового строительства, внедрения новых технологий. Сложившаяся практика корпоративного финансирования показывает, что в экономически развитых странах к долгосрочным кредитам прибегают, как правило, небольшие по масштабам деятельности корпоративные структуры. Крупные же корпорации потребность в долгосрочном капитале удовлетворяют прежде всего посредством размещения облигационных займов.

Краткосрочные кредиты, как правило, привлекаются для финансирования оборотных активов корпорации, например, для покрытия временного дефицита денежных средств, приобретение производственных запасов и пр.

Финансовый лизинг представляет собой долгосрочную аренду объектов основных средств, срок которой соответствует их амортизационному периоду. По окончании срока лизингового договора объект лизинга, как правило, приобретается лизингополучателем по остаточной стоимости. Финансовый лизинг характеризуется трехсторонним характером экономических отношений. На основании заявки лизингополучателя (организации) лизингодатель (банк или лизинговая компания) приобретает у поставщика объект основных средств (чаще всего оборудование, транспортные средства) и передает его в лизинг

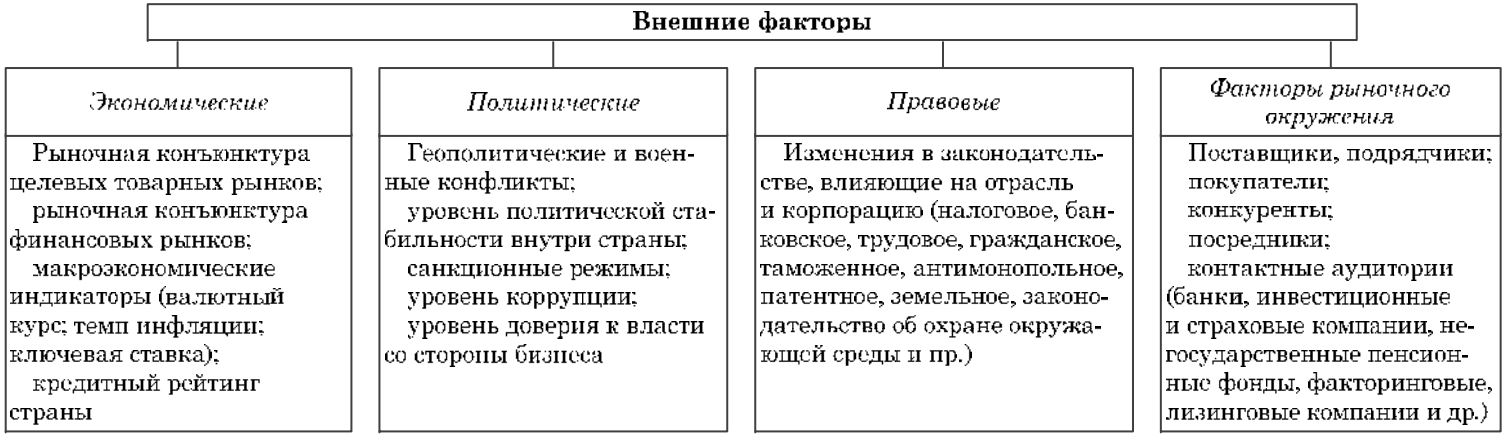

Рис. 14.6. Внешние факторы, влияющие на структуру капитала корпорации

лизингополучателю, возмещая полностью свои затраты посредством получения регулярных лизинговых платежей.

Кредиторская задолженность — это заемные средства, образовавшиеся в силу взаиморасчетов между корпорацией и поставщиками материальных ценностей, подрядчиками, персоналом, государством, внебюджетными фондами.

Прочие краткосрочные обязательства корпорации не являются столь существенными, они включают: целевое финансирование, порождающее обязательство по передаче заказчикам объекта финансирования в течение 12 месяцев после отчетной даты; суммы НДС, принятые к вычету при перечислении аванса и подлежащие восстановлению к уплате в бюджет при фактическом получении товаров либо при возврате перечисленного аванса; фонды специального назначения на финансирование текущих расходов.

Определение оптимальной структуры капитала корпорации с позиции соотношения между ее собственным и заемным капиталом — один из ключевых вопросов финансового менеджмента. Корпорация, использующая преимущественно собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость, но ограничивает темпы своего развития, так как не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал.

Корпорация, активно использующая заемные источники финансирования, имеет более высокий финансовый потенциал своего развития (за счет формирования дополнительного объема активов) и возможности прироста финансовой рентабельности деятельности, однако в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу снижения платежеспособности, возрастающие по мере увеличения удельного веса заемных средств в общей структуре используемого капитала[1].

На практике решения, связанные с формированием структуры капитала каждой конкретной корпорации, принимаются под влиянием множества разнообразных факторов. Совокупность основных внешних факторов, влияющих на структуру капитала корпорации, представлена на рис. 14.6.

---

[1] *Финансовый* менеджмент: учеб. пособие / Ю. А. Долгих, Т. В. Бакунова, Е. А. Трофимова, Е. С. Панфилова; под ред. Ю. А. Долгих. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2021. С. 87.

Обозначенные экономические, политические, правовые факторы, а также факторы рыночного окружения находятся в тесной взаимосвязи. Они достаточно сложны и подвержены постоянным изменениям, обусловливая тем самым такие свойства внешней бизнес-среды, как неопределенность и нестабильность.

Под *неопределенностью* понимается неустранимое качество внешней среды, связанное с тем, что на условия функционирования корпорации одновременно оказывает воздействие неизмеримое число факторов различной природы и направленности. *Нестабильность* внешней среды проявляется через непредсказуемость направлений ее изменений и их высокую частоту.

Необходимо отметить, что внешние факторы выступают первичными по отношению к внутренним факторам, т. е. проявляют себя через них, обусловливая конкретные формы их проявления. Совокупность основных внутренних факторов, влияющих на структуру капитала корпорации, демонстрирует рис. 14.7.

Внутренние факторы

- Организационно-правовая форма корпорации
- Отраслевая специфика, в том числе уровень капиталоемкости бизнеса
- Принадлежность корпорации к финансово-промышленной группе
- Стадия жизненного цикла корпорации
- Экономическая стратегия корпорации (в том числе функциональные политики: финансовая, маркетинговая, производственная, инновационная, управления персоналом)
- Качество менеджмента и персонала
- Наличие в корпорации системы управления рисками
- Масштабы деятельности, доля рынка, деловая репутация корпорации
- Уровень рентабельности бизнеса
- Состав и структура активов корпорации

Рис. 14.7. Внутренние факторы, влияющие на структуру капитала корпорации

Среди обозначенных внутренних факторов наибольшее влияние на структуру капитала корпорации оказывают состав и структура ее активов, а также уровень рентабельности (прибыльности) бизнеса. В свою очередь, эти два фактора обусловлены влиянием остальных перечисленных на рис. 14.7 параметров.

Таким образом, любая корпорация формирует свой индивидуальный состав источников финансирования, структура, значимость и доступность которых определяются рассмотренными выше внешними и внутренними факторами.

В теории корпоративных финансов отсутствуют универсальные методики, рекомендующие принимать однозначные решения по формированию структуры капитала. Тем не менее наличие соответствующих подходов финансового менеджмента, рассмотренных далее в параграфе 15.1, позволяет руководству корпорации более рационально подойти к решению этой задачи в контексте сложившейся рыночной ситуации.

Вопросы для самопроверки

1. Раскройте экономическую сущность собственного капитала корпорации, перечислите его функции.
2. Назовите структурные элементы собственного капитала корпорации, охарактеризуйте их.
3. Что представляет собой заемный капитал корпорации?
4. Какое влияние оказывает увеличение доли заемного капитала на финансовую устойчивость корпорации?
5. Перечислите внешние и внутренние факторы, влияющие на структуру капитала корпорации.

14.3. Стоимость капитала, методы ее расчета

При принятии управленческих решений в рамках формирования оптимальной структуры капитала корпорации необходимо оценивать стоимость различных альтернативных источников финансирования.

В теории корпоративных финансов и финансового менеджмента концепция стоимости капитала является одной из ключевых. Эта концепция сводится к тому, что любой источник финансирования деятельности корпорации имеет свою стоимость. Даже если в качестве

Аспекты использования показателя «стоимость капитала»

- Используется как критериальный в процессе осуществления инвестиционного анализа реальных (капитальных) инвестиционных проектов. Во-первых, при дисконтировании денежных потоков стоимость капитала рассматривается в качестве нормы дисконта. Во-вторых, стоимость капитала сопоставляется с внутренней нормой рентабельности (доходности) инвестиционного проекта. Если внутренняя норма рентабельности больше стоимости капитала, то инвестиционный проект является экономически эффективным
- Используется при осуществлении финансовых инвестиций. Он служит мерой оценки прибыльности сформированного инвестиционного портфеля. Позволяет не только оценить реальную рыночную стоимость или доходность отдельных инструментов финансового инвестирования, но и сформировать наиболее эффективный инвестиционный портфель
- Выступает в качестве меры прибыльности операционной деятельности корпорации. Так как стоимость капитала характеризует часть прибыли, которая должна быть уплачена за использование сформированного или привлеченного нового капитала для финансирования операционного цикла, этот показатель выступает минимальной нормой формирования операционной прибыли корпорации
- Выступает критерием принятия управленческих решений относительно использования лизинга или приобретения в собственность объектов основных средств. Если стоимость обслуживания финансового лизинга превышает стоимость капитала корпорации, его использование невыгодно
- В разрезе отдельных его элементов используется в процессе управления структурой капитала корпорации на основе механизма финансового левериджа. Искусство использования финансового левериджа заключается в формировании максимального значения его дифференциала, одной из составляющих которого является стоимость заемного капитала. Минимизация этой составляющей обеспечивается в процессе оценки стоимости капитала, привлекаемого из разных заемных источников, и формирования соответствующей структуры заемных средств
- Является важнейшим фактором, определяющим рыночную стоимость корпорации. Снижение уровня стоимости капитала приводит к соответствующему увеличению рыночной стоимости корпорации, и наоборот. Особенно выразительно эта зависимость проявляется в деятельности публичных акционерных компаний, цены на акции которых поднимаются или снижаются при соответственном снижении или росте стоимости их капитала. Следовательно, управление стоимостью капитала — одно из ключевых направлений повышения рыночной стоимости корпорации
- Выступает в качестве критерия выбора соответствующего типа политики финансирования корпорацией своих активов (в первую очередь оборотных). Исходя из реальной стоимости используемого капитала и оценки предстоящего ее изменения, корпорация реализует агрессивный, умеренный (компромиссный) или консервативный тип политики финансирования своих активов

Рис. 14.8. Основные аспекты использования показателя стоимости капитала в рамках финансового менеджмента

такого источника выступает чистая прибыль, ее привлечение не является бесплатным, так как в этом случае возникают издержки упущенных возможностей, связанные с наличием альтернативных вариантов использования чистой прибыли. Бесплатных источников финансирования практически не бывает, поэтому все они характеризуются параметром «стоимость капитала» («cost of capital»).

Стоимость капитала представляет собой общую сумму средств, которую платит корпорация за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженную в процентах к этому объему. Иными словами, стоимость капитала — это процентная ставка (обычно годовая), характеризующая плату за пользование тем или иным источником финансирования.

С одной стороны, стоимость капитала — это уровень затрат корпорации на привлечение источников финансирования своей деятельности, с другой — уровень ожидаемого поставщиками капитала вознаграждения за использование корпорацией принадлежащих им средств.

Необходимо отметить, что в некоторых российских источниках вместо понятия «стоимость капитала» используется термин «цена капитала», что является не совсем корректным, так как в данном случае речь идет о себестоимости капитала, т. е. о затратах, которые несет корпорация в случае привлечения тех или иных источников финансирования[1].

Стоимость капитала является важнейшим показателем, который применяется в различных аспектах финансового менеджмента (рис. 14.8).

Поскольку любая корпорация финансируется одновременно из разных источников, имеющих соответственно различную стоимость, то совокупная стоимость капитала корпорации обозначается как «средневзвешенная стоимость капитала» (Weighted Average Cost of Capital — WACC) и определяется по формуле средней арифметической взвешенной:

$$\mathrm{WACC} = \sum_{i=1}^{n} r_i \times d_i, \qquad (14.1)$$

где r_i — стоимость i-го источника финансирования, %; d_i — удельный вес i-го источника финансирования в общей сумме; n — количество источников финансирования.

---

[1] *Савченко Н. Л.* Управление финансовыми ресурсами предприятия: учеб. пособие. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2019. С. 50.

При расчете средневзвешенной стоимости капитала корпорации возникает необходимость приведения всех источников финансирования к единому сопоставимому виду. Это обусловлено тем, что плата за собственные источники финансирования относится на финансовые результаты деятельности корпорации (дивиденды выплачиваются из прибыли после налогообложения), а проценты за заемные источники могут быть полностью или частично отнесены на расходы корпорации. В связи с этим методологически корректно рассчитывать величину WACC на посленалоговой основе.

Таким образом, процесс определения стоимости капитала корпорации включает следующие этапы:

1) определение (выявление) источников финансирования корпорации, как собственных, так и заемных;

2) расчет стоимости каждого источника финансирования;

3) расчет средневзвешенной стоимости капитала корпорации.

1. *Определение источников финансирования корпорации*

В качестве основных источников финансирования деятельности корпорации выступают ее собственные средства: уставный капитал (обыкновенные и привилегированные акции); добавочный капитал; нераспределенная прибыль, а также заемные средства: банковские кредиты; облигационные займы; финансовый лизинг; кредиторская задолженность.

2. *Расчет стоимости источников финансирования* производится раздельно по собственным и заемным источникам.

2.1. *Определение стоимости собственных источников финансирования* — привилегированных акций и простых.

2.1.1. Определение стоимости источника «привилегированные акции»

Так как величина дивидендов по привилегированным акциям установлена в фиксированном размере, то стоимость данного источника финансирования рассчитывается по формуле

$$r_{\text{ПА}} = \frac{D}{P_{\text{ПА}}} \times 100\ \%, \tag{14.2}$$

где $r_{\text{ПА}}$ — стоимость источника «привилегированные акции», %; D — величина фиксированных дивидендных выплат в каждом периоде (в расчете на акцию), ден. ед.; $P_{\text{ПА}}$ — текущая рыночная цена привилегированной акции, ден. ед.

Если корпорация планирует дополнительно выпустить новые привилегированные акции, то стоимость обозначенного источника рассчитывается по формуле

$$r_{\text{ПА}} = \frac{D}{P_{\text{ПА}} \times (1 - f)} \times 100\,\%, \qquad (14.3)$$

где f — уровень дополнительных расходов на размещение акции (так называемая флотационная стоимость), доли ед.

2.1.2. Определение стоимости источника «обыкновенные акции»

В финансовом менеджменте можно выделить следующие модели для расчета стоимости данного источника финансирования:

1) модель Гордона;

2) модель оценки долгосрочных (капитальных) активов CAPM;

3) модель на основе финансовых коэффициентов;

4) кумулятивная модель.

Модель Гордона

Модель Гордона основывается на расчете стоимости источника «обыкновенные акции» посредством дисконтирования потока дивидендов. Согласно данной модели выделяется три варианта динамики прогнозных значений дивидендов:

дивиденды не меняются (модель нулевого роста);

дивиденды возрастают с постоянным темпом прироста (модель постоянного роста);

дивиденды возрастают с изменяющимся темпом прироста (модель переменного роста).

Если в течение анализируемого периода величина дивидендов не меняется, то стоимость использования в качестве источника финансирования обыкновенных акций определяется по формуле

$$r_{\text{ОА}} = \frac{D}{P_{\text{ОА}}} \times 100\,\%, \qquad (14.4)$$

где $r_{\text{ОА}}$ — стоимость источника «обыкновенные акции», %; D — величина выплаченных дивидендов (в расчете на акцию), ден. ед.; $P_{\text{ОА}}$ — текущая рыночная цена обыкновенной акции, ден. ед.

Применение модели нулевого роста на практике ограничено, так как для этого дивиденды и прибыль корпорации должны быть стабильными, что является практически нереальным в современных российских условиях.

Во втором варианте модели Гордона предполагается, что выплачиваемые дивиденды увеличиваются от периода к периоду в одной и той же пропорции. Формула для расчета в данном случае выглядит следующим образом:

$$r_{\text{ОА}} = (\frac{D_0 \times (1+g)}{P_{\text{ОА}}} + g) \times 100\% = (\frac{D_1}{P_{\text{ОА}}} + g) \times 100\%, \qquad (14.5)$$

где D_0 — величина выплаченных дивидендов (в расчете на акцию) в отчетном периоде, ден. ед.; D_1 — величина планируемых (ожидаемых) дивидендов (в расчете на акцию), ден. ед.; g — прогнозируемый темп прироста дивидендов, доли ед.

Модель постоянного роста дивидендов можно использовать в отношении финансово стабильных, динамично развивающихся компаний, находящихся на стадии роста или зрелости.

Модель переменного роста дивидендов является наиболее сложной и ее применение на практике ограничено. Как следует из названия модели, корпорация планирует в различные периоды своей деятельности разные темпы роста дивидендов.

Модель CAPM

Модель CAPM, разработанная У. Шарпом, основывается на подходе, учитывающем оценку риска. В соответствии с концепцией соотношения риска и доходности большинство инвесторов на рынке действуют рационально, являясь противниками риска, т. е. за больший риск требуют и большую доходность.

Согласно этой модели, стоимость источника «обыкновенные акции» рассчитывается по формуле

$$r_{\text{ОА}} = r_f + (r_m - r_f) \times \beta, \qquad (14.6)$$

где r_f — доходность вложения в безрисковые активы, %; r_m — среднерыночная доходность финансового рынка в целом по ценным бумагам аналогичного вида, %; β — коэффициент систематического риска актива, определяется для каждой конкретной акции на основе статистических данных фондового рынка.

Модель CAPM может применяться лишь для листинговых компаний. В качестве безрисковых активов, как правило, рассматриваются государственные ценные бумаги.

Модель на основе финансовых коэффициентов

Данный метод достаточно прост в применении, оценка осуществляется на основе того или иного коэффициента-мультипликатора (при этом используются коэффициенты рыночной активности корпорации).

Например, одним из таких коэффициентов является показатель, обратный ценности акции:

$$r_{\text{ОА}} = \frac{\text{ЧП}_{\text{А}}}{P_{\text{ОА}}} \times 100\,\%, \qquad (14.7)$$

где $\text{ЧП}_{\text{А}}$ — чистая прибыль, приходящаяся на обыкновенную акцию, ден. ед.

Приведенная формула основана на методе экстраполяции, т. е. инвестор определяет стоимость источника исходя из прошлых оценок.

Кумулятивная модель

Для непубличных корпораций, в отношении которых нельзя применить рассмотренные выше модели, используется кумулятивная модель, согласно которой стоимость источника «обыкновенные акции» определяется как сумма безрисковой доходности и премии за риск:

$$r_{\text{ОА}} = r_f + p, \qquad (14.8)$$

где p — премия за риск, %.

Премия за риск определяется на основе отнесения корпорации к одной из категорий риска (всего российскими аналитиками выделено 5 таких категорий). Условиями отнесения к той или иной категории являются показатели, характеризующие рыночный, инвестиционный, финансовый и операционный риски. В количественном выражении премия за риск может варьироваться от 5 до 35 %.

Рассмотрев основные модели определения стоимости источника финансирования «обыкновенные акции», необходимо отметить, что для объективности расчетов рекомендуется параллельно использовать несколько моделей, сравнивая результаты. При незначительных расхождениях результатов расчетов можно ориентироваться на средние значения. Если же отклонения достаточно существенны, необходимо провести дополнительную аналитическую работу.

2.1.3. Определение стоимости источника «добавочный капитал»

Определение стоимости данного источника является в определенной мере условным в связи с тем, что по нему нет дивидендных

выплат, но фактически, если корпорация создавалась бы в текущий момент, то акционерам пришлось бы вложить сумму, равную уставному и добавочному капиталу по текущему балансу. Поэтому для оценки стоимости обозначенного источника финансирования необходимо использовать ту норму прибыли, которую акционеры считают приемлемой для инвестирования в данную корпорацию.

2.1.4. Определение стоимости источника «нераспределенная прибыль»

При определении стоимости этого источника целесообразно руководствоваться следующими логическими заключениями в рамках концепции альтернативных затрат:

– собственники корпорации добровольно отказываются от части дивидендных выплат, инвестируя средства в развитие компании и рассчитывая получить от этого определенное вознаграждение в будущем;

– величина ожидаемого вознаграждения должна обеспечить норму прибыли не меньшую, чем по обыкновенным акциям.

В связи с этим стоимость источника «нераспределенная прибыль» равна стоимости источника «обыкновенные акции».

2.2. *Определение стоимости заемных источников финансирования*

2.2.1. Определение стоимости источника «банковский кредит»

Определение стоимости данного источника осуществляется на основе ставки процента за кредит, которая формирует основные затраты по его обслуживанию. При этом необходимо учитывать эффективную процентную ставку, отражающую стоимость дополнительных затрат (на оформление кредита, страхование, обслуживание текущего счета), скорректированную (сниженную) на ставку налогообложения прибыли, т. е. приведенную к посленалоговой базе:

$$r_k = \text{СК} \times (1 - \text{С}_{\text{НП}}), \qquad (14.9)$$

где r_k — стоимость источника «банковский кредит», %; СК — эффективная процентная ставка по банковскому кредиту, %; $\text{С}_{\text{НП}}$ — ставка налога на прибыль, доли ед.

Если корпорация привлекает несколько банковских кредитов на различных условиях, то оценка производится в отношении каждого кредита в отдельности.

2.2.2. Определение стоимости источника «облигационный заем»

При размещении корпорацией облигаций по номиналу стоимость данного источника равна купонной ставке, скорректированной на ставку налогообложения прибыли, как и по банковскому кредиту:

$$r_{\text{о}} = \text{к} \times (1 - \text{С}_{\text{НП}}), \tag{14.10}$$

где $r_{\text{о}}$ — стоимость источника «облигационный заем», %; к — купонная ставка по облигации, %.

Если облигации размещаются по цене, отличной от номинала, то стоимость обозначенного источника финансирования определяется по формуле

$$r_{\text{о}} = \frac{K + (N - P)/n}{(N + P)/2 - A} \times (1 - \text{С}_{\text{НП}}) \times 100\,\%, \tag{14.11}$$

где K — величина годового купонного дохода, ден. ед.; N — номинальная цена облигационного займа, ден. ед.; P — цена размещения облигационного займа, ден. ед.; n — срок облигационного займа, лет; A — агентские (дополнительные) затраты, ден. ед.

2.2.3. Определение стоимости источника «финансовый лизинг»

Стоимость этого источника определяется на основе годовой ставки лизинговых платежей, скорректированной на ставку налогообложения прибыли. Годовая ставка лизинговых платежей включает в себя плату за использование заемных средств; комиссионное вознаграждение лизингодателю; амортизацию объекта лизинга; плату за дополнительные услуги (например, если сервисное обслуживание и ремонт осуществляются за счет средств лизингодателя):

$$r_{\text{л}} = \text{ЛП} \times (1 - \text{С}_{\text{НП}}), \tag{14.12}$$

где $r_{\text{л}}$ — стоимость источника «финансовый лизинг», %; ЛП — годовая ставка лизинговых платежей, %.

2.2.4. Определение стоимости источника «кредиторская задолженность»

В зарубежной литературе стоимость этого источника финансирования практически не рассматривается. В современных условиях российского бизнеса кредиторская задолженность наблюдается у большей части корпораций, и основную долю в ее структуре составляет задолженность поставщикам и подрядчикам.

Если корпорация рассчитывается с поставщиками сырья и материалов своевременно, в соответствии с условиями контрактов, то стоимость источника «кредиторская задолженность» принимается равной нулю. Если компания нарушает условия договоров по срокам оплаты, то наличие просроченной кредиторской задолженности является основанием для начисления пеней и штрафов. В этом случае стоимость источника «кредиторская задолженность» определяется по формуле

$$r_{КЗ} = \frac{Ш}{КЗ} \times (1 - С_{НП}) \times 100\%, \qquad (14.13)$$

где $r_{КЗ}$ — стоимость источника «кредиторская задолженность», %; Ш — сумма начисленных пеней и штрафов, ден. ед.; КЗ — величина кредиторской задолженности поставщикам и подрядчикам, ден. ед.

В связи с тем, что согласно ст. 265 НК РФ в состав внереализационных расходов организации входят расходы в виде штрафов, пеней и (или) иных санкций за нарушение договорных обязательств, стоимость источника «кредиторская задолженность» также приводится к посленалоговой базе.

Таким образом, после определения стоимости всех источников финансирования корпорации, как собственных, так и заемных, рассчитывается показатель средневзвешенной стоимости капитала корпорации по формуле (14.1).

Вопросы для самопроверки

1. Что представляет собой стоимость капитала корпорации? Каков ее экономический смысл?
2. Перечислите этапы расчета стоимости капитала корпорации.
3. Как определяется стоимость источника финансирования «привилегированные акции»?
4. Какие модели применяются в финансовом менеджменте для расчета стоимости источника финансирования «обыкновенные акции»?
5. Как определяется стоимость источника финансирования «облигационный заем»?

14.4. Теории капитала, исследующие взаимосвязь его структуры и стоимости

Проблематика научного исследования источников финансирования компаний и оптимизации структуры капитала стала развиваться в начале XX в. Ее формирование связано с работами Дж. Уильямса, в которых он обосновал, что стоимость тех или иных источников финансирования для компании различна, следовательно, стоимость капитала является показателем минимального уровня доходности бизнеса[1].

С середины XX в. исследования в этой области получили наибольшее развитие, и в первую очередь нашли свое отражение в теориях структуры капитала, состав и основные положения которых представлены в табл. 14.1.

Представленные в табл. 14.1 теории структуры капитала компании в научной литературе условно подразделяются на статические, динамические (иерархические) и поведенческие.

Статические теории обосновывают оптимальную структуру капитала как такую, при которой рыночная стоимость корпорации максимальна. Они предполагают наличие некоторого рационального объема заемного финансирования, привлекательность которого обусловлена налоговыми выгодами. К статическим теориям структуры капитала относят: традиционную теорию, модифицированную теорию Модильяни — Миллера и компромиссную теорию.

Динамические (иерархические) теории не декларируют какое-либо детерминированное оптимальное соотношение между собственным и заемным капиталом компании. Они расширили спектр обозначенной проблематики и сфокусировались в большей степени на исследовании динамики фактической структуры капитала корпорации во времени с учетом таких факторов влияния, как рыночные информационные потоки, агентские конфликты, асимметричность информации, доступной менеджерам, инвесторам и кредиторам. К динамическим теориям относятся: теория агентских издержек, сигнальная теория, теория иерархии источников финансирования, теория мониторинговых затрат.

---

[1] *Астраханцева И. А., Капустин А. В.* Анализ основных теорий структуры и оптимизации капитала компании // Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством». 2013. № 04 (18). С. 39–44.

Таблица 14.1

Основные теории, исследующие взаимосвязь структуры и стоимости капитала компании

Теория (период возникновения)	Представители	Основные положения	Условие оптимизации структуры капитала	Допущения
Базовая теория Модильяни — Миллера (1958)	Ф. Модильяни, М. Миллер	Рыночная стоимость компании определяется лишь совокупной стоимостью ее активов, вне зависимости от структуры ее капитала; увеличение доли заемных средств в структуре капитала не приводит к снижению величины WACC; оптимальной структуры капитала компании не существует	—	Совершенство рынков; отсутствие корпоративных налогов; постоянство денежных потоков компании; отсутствие издержек банкротства; отсутствие агентских издержек; возможность заимствования на рынке под безрисковую процентную ставку
Модифицированная теория Модильяни — Миллера (1963)	Ф. Модильяни, М. Миллер	Структура капитала компании влияет на величину ее рыночной стоимости; использование компанией заемных источников финансирования позволяет ей получить экономию на уплате налога на прибыль в связи с тем, что проценты по заемным средствам выплачиваются до выплаты этого налога; увеличение доли заемных средств в структуре капитала приводит к снижению величины WACC и соответственно к росту рыночной стоимости компании	Повышение финансового левериджа для увеличения рыночной стоимости компании	Совершенство рынков; постоянство денежных потоков компании; отсутствие издержек банкротства; отсутствие агентских издержек; возможность заимствования на рынке под безрисковую процентную ставку

Продолжение табл. 14.1

Теория (период возникновения)	Представители	Основные положения	Условие оптимизации структуры капитала	Допущения
Традиционная теория (1963)	М. Грехэм, Р. Дод, Дж. Доналдсон, Э. Соломон	Стоимость капитала компании зависит от его структуры; стоимость собственного капитала всегда выше стоимости заемного, в связи с чем рост доли заемных средств всегда приводит к снижению величины WACC и соответственно увеличению рыночной стоимости компании	Минимизация величины WACC и на основе этого максимизация рыночной стоимости компании	Стабильность ожидаемых доходов компании
Компромиссная теория (1973)	А. Краус, Р. Литценберг	Формируя большую долю заемного капитала, компания получает налоговую экономию, но вместе с тем увеличивается риск ее неплатежеспособности; необходимо находить разумный компромисс между выгодами заемного финансирования и издержками вероятного банкротства компании	Такое соотношение собственных и заемных средств, при котором налоговая экономия полностью покрывает издержки возможного банкротства компании	Наличие агентских издержек; наличие издержек вероятного банкротства компании
Теория агентских издержек (1975)	М. Дженсон, У. Меклинг	Деятельность акционерных компаний сопровождается наличием агентских конфликтов, которые можно разделить на два вида: между акционерами и менеджерами; между акционерами и кредиторами;	—	Наличие агентских издержек

Продолжение табл. 14.1

Теория (период возникновения)	Представители	Основные положения	Условие оптимизации структуры капитала	Допущения
		оптимальная структура капитала компании достигается тогда, когда поддерживается баланс между выгодами и издержками заемного финансирования. Выгоды проявляются в разрешении агентских конфликтов между менеджерами и акционерами. Издержки — в активизации агентских конфликтов между акционерами и кредиторами		
Сигнальная теория (1977)	С. Росс, Х. Лелэнд, Д. Пайл, Р. Хайкель	В условиях асимметричности информации менеджеров и инвесторов о перспективах развития компании структура капитала компании выступает как «передатчик» сигналов инвесторам, которые не имеют доступа к инсайдерской информации; если компания активно привлекает займы, то потенциальные инвесторы расценивают это обстоятельство как сигнал об устойчивом финансовом состоянии компании; если компания находится в финансово неустойчивом состоянии с неблагоприятным прогнозом относительно ее деятельности в будущем, то менеджеры компании будут стремиться удовлетворить потребность в финансовых ресурсах за счет дополнительной эмиссии акций (расширения круга акционеров), что позволит разделить с акционерами сумму потенциальных убытков	—	Асимметричность информации, доступной менеджерам и инвесторам

Продолжение табл. 14.1

Теория (период возникновения)	Представители	Основные положения	Условие оптимизации структуры капитала	Допущения
Теория иерархии источников финансирования (1984)	С. Майерс, Н. Майлуф, Дж. Доналдсон, У. Краскер	Обоснование управленческих решений в рамках формирования структуры капитала компании обусловлено иерархией источников финансирования. Приоритетом менеджеров является использование сначала внутренних источников финансирования и только затем внешних; при обосновании выбора между внешними источниками финансирования иерархия приоритетов менеджеров следующая (в порядке снижения приоритета): эмиссия облигаций → эмиссия конвертируемых облигаций → эмиссия привилегированных акций → эмиссия обыкновенных акций	—	Асимметричность информации, доступной менеджерам и инвесторам; последовательность финансирования
Теория мониторинговых затрат (1986)	М. Дженсон, У. Меклинг	Асимметричность информации, доступной менеджерам и кредиторам, обусловливает тот факт, что последние заинтересованы в максимально возможном контроле над эффективностью использования заемного капитала и гарантированном обеспечении его возврата. Издержки такого контроля (мониторинговые затраты) кредиторы возлагают на собственников компании посредством включения их в процентную ставку за кредит; чем выше доля заемных средств в структуре капитала компании, тем выше уровень мониторинговых затрат, что проявляется в увеличении	—	Асимметричность информации, доступной менеджерам и кредиторам

Продолжение табл. 14.1

Теория (период возникновения)	Представители	Основные положения	Условие оптимизации структуры капитала	Допущения
		средневзвешенной стоимости капитала и снижении рыночной стоимости компании; наличие мониторинговых затрат снижает преимущества от использования компанией заемных средств. Это обстоятельство должно учитываться при принятии управленческих решений в рамках формирования оптимальной структуры капитала компании		
Теория информационных каскадов (1992)	С. Бихчандани, Д. Хиршляйфер, И. Вэлч	В вопросах формирования структуры капитала компании менеджеры руководствуются «стадным» чувством, копируя решения менеджеров других компаний отрасли; в качестве основных вариантов такого поведения выступают: следование лидеру отрасли; копирование той логики формирования структуры капитала, которая наиболее популярна среди конкурентов в отрасли; выбор отраслевого медианного значения финансового левериджа	—	Иррациональность рыночного поведения экономических агентов
Теория отслеживания рынка (2002)	М. Бейкер, Дж. Вурглер, Д. Джентер	Ключевым фактором, определяющим структуру капитала компании, является рыночная цена на ее акции. В течение благоприятного периода максимальных рыночных котировок акций (переоценки рынком стоимости компании) она осуществляет эмиссию акций. В период недооценки рынком стоимости компании она прибегает к заемным источникам финансирования, в том числе с целью выкупа собственных акций;	—	Иррациональность рыночного поведения экономических агентов

Окончание табл. 14.1

Теория (период возникновения)	Представители	Основные положения	Условие оптимизации структуры капитала	Допущения
		оптимальной структуры капитала не существует, так как управленческие решения формируются лишь на основе данных рыночной конъюнктуры		
Теория влияния личных качеств топ-менеджмента на структуру капитала компании (2007)	М. Бейкер, Дж. Вурглер, Д. Хэкбарт, Х. Кронквист	Персональная «толерантность» представителей топ-менеджмента к долговому финансированию оказывает влияние на политику формирования структуры капитала компании; чем выше уровень оптимизма и уверенности топ-менеджеров, тем выше уровень долговой нагрузки компании	—	Иррациональность рыночного поведения экономических агентов

Поведенческие теории, появившиеся гораздо позже статических и динамических концепций, стали попытками научного обоснования того факта, что ни одна из концепций не нашла полного эмпирического подтверждения в реальных рыночных условиях. Отвергая гипотезу рационального поведения экономических агентов (прежде всего менеджмента), они обосновывают определяющее влияние человеческого фактора в формировании структуры капитала корпораций. К поведенческим теориям относятся: теория информационных каскадов, теория отслеживания рынка, теория влияния личных качеств топ-менеджмента на структуру капитала компании.

Необходимо отметить, что ни одна из теорий, представленных в табл. 14.1, не является в настоящее время основополагающей. Формирование оптимальной структуры капитала корпорации остается дискуссионным вопросом. Тем не менее в финансовом менеджменте определен ряд методов, используемых на практике для оптимизации структуры капитала корпорации. Эти методы будут рассмотрены далее в гл. 15.

Вопросы для самопроверки

1. В чем состоит разница между базовой и модифицированной теориями Модильяни — Миллера?
2. Перечислите и охарактеризуйте динамические (иерархические) теории структуры капитала корпорации.
3. На чем основаны поведенческие теории структуры капитала корпорации?
4. Какие теории структуры капитала корпорации предполагают допущение об асимметричности информации, доступной менеджерам и инвесторам?
5. Приведите примеры иррационального рыночного поведения экономических агентов в контексте поведенческих теорий структуры капитала корпорации.

Литература по теме

Бланк И. А. Финансовый менеджмент: учеб. курс. 2-е изд., перераб. и доп. Киев: Эльга: Ника-Центр, 2004. 656 с.

Задорожная А. Н. Теоретические и практические аспекты формирования оптимальной структуры капитала компании. Омск: Типография ООО «ЮНЗ», 2015. 175 с.

Кириченко Т. В. Финансовый менеджмент: учебник. М.: Дашков и К, 2013. 484 с.

Савченко Н. Л. Корпоративные финансы: учеб. электрон. текстовое издание. Екатеринбург, 2017. URL: https://study.urfu.ru/Aid/Publication/13605/1/Savchenko.pdf (дата обращения: 10.03.2022).

Савченко Н. Л. Управление финансовыми ресурсами предприятия: учеб. пособие. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2019. 164 с.
Финансовый менеджмент: учеб. пособие / Ю. А. Долгих, Т. В. Бакунова, Е. А. Трофимова, Е. С. Панфилова. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2021. 118 с.

Основные термины

Заемное финансирование — привлечение средств в обмен на обязательство их возврата с процентами (выпуск облигаций, привлечение кредитов и т. д.).

Заемный капитал — совокупность заемных средств (денежных средств и материальных ценностей), авансированных в корпорацию и приносящих прибыль.

Кредиторская задолженность — заемные средства, образовавшиеся в силу взаиморасчетов между корпорацией и поставщиками материальных ценностей, подрядчиками, персоналом, государством, внебюджетными фондами.

Резервный капитал — совокупность формируемых корпорацией резервных фондов, создаваемых с целью обеспечения ее стабильного функционирования.

Собственный капитал — совокупность всех средств корпорации, находящихся в ее собственности.

Средневзвешенная стоимость капитала — среднеарифметическая взвешенная величина стоимости отдельных элементов капитала.

Стоимость капитала — общая сумма средств, которую платит корпорация за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему.

Структура капитала — соотношение всех форм собственных и заемных финансовых средств, используемых корпорацией в процессе своей деятельности для финансирования активов.

Теории структуры капитала — теории, рассматривающие вопросы, связанные со стоимостью источников финансирования, а также оптимальным соотношением собственных и заемных средств корпорации.

Уставный капитал — объем средств, вложенных в корпорацию ее учредителями пропорционально долям, указанным в учредительных документах.

Финансовый лизинг — долгосрочная аренда объектов основных средств, срок которой соответствует их амортизационному периоду.

15 Управление капиталом как детерминанта обеспечения финансовой устойчивости корпорации

15.1. Оптимизация структуры капитала корпорации

Ключевым фактором, детерминантой обеспечения финансовой устойчивости корпорации является формирование оптимальной структуры ее капитала. Современная практика финансового менеджмента свидетельствует, что единственного унифицированного решения этой задачи не существует. В экономической литературе можно выделить несколько подходов к оптимизации структуры капитала корпорации: по критерию минимизации средневзвешенной стоимости ее капитала (WACC); по критерию максимизации ее рыночной стоимости (модель скорректированной приведенной стоимости APV); по критерию максимизации чистой прибыли на акцию (модель EBIT-EPS); по критерию минимизации уровня риска (модель волатильности EBIT); по критерию максимизации чистой рентабельности собственного капитала (концепция финансового левериджа).

Согласно математической терминологии, понятие «оптимизация» означает нахождение экстремума, т. е. минимального или максимального значения некоторой целевой функции. В рамках оптимизации структуры капитала корпорации в качестве целевой функции могут выступать:

– средневзвешенная стоимость капитала;
– рыночная стоимость корпорации;
– уровень риска;
– величина чистой прибыли на акцию;
– чистая рентабельность собственного капитала.

Выбор целевой функции и определяет обоснование того или иного подхода. Рассмотрим обозначенные подходы более подробно.

Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию минимизации средневзвешенной стоимости ее капитала

Согласно данному подходу, оптимальной является такая структура источников финансирования корпорации, при которой средневзвешенная стоимость ее капитала принимает минимально возможное значение. Рассчитывается величина WACC при различных сценариях (вариантах) структуры капитала корпорации. **Пример** расчетов представлен в табл. 15.1.

Таблица 15.1

Оптимизация структуры капитала компании АО «XXX» по критерию минимизации WACC, %

Показатель	Варианты структуры капитала					
	1	2	3	4	5	6
Доля собственного капитала	100,0	90,00	80,00	70,0	60,0	50,00
Доля заемного капитала	0,0	10,00	20,00	30,0	40,0	50,00
Стоимость собственного капитала	14,9	14,80	15,30	15,5	17,0	13,40
Стоимость заемного капитала	0,0	12,00	14,00	13,5	13,0	15,50
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)	14,9	14,52	15,04	14,9	15,4	14,45

Согласно аналитическим данным, представленным в табл. 15.1, оптимальная структура капитала АО «XXX» — это 50 % собственных средств и 50 % заемных средств. При такой комбинации источников финансирования средневзвешенная стоимость капитала принимает минимальное значение (из всех рассмотренных альтернативных вариантов), равное 14,45 %.

Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию максимизации ее рыночной стоимости

Модель скорректированной приведенной стоимости (adjusted present value — APV), предложенная С. Майерсом, в качестве оптимальной структуры капитала корпорации позиционирует такое сочетание источников финансирования, при котором стоимость корпорации принимает максимальное значение с учетом выгод от «налогового щита»[1] и издержек финансовой неустойчивости. Другими словами,

[1] Налоговый щит — это уменьшение налогооблагаемого дохода компании, достигаемое за счет разрешенных вычетов, таких как проценты по облигационным займам, благотворительные пожертвования, амортизация и др. Эти вычеты уменьшают налогооблагаемую прибыль юридического лица за определенный период.

модель APV основывается на утверждении, что увеличение доли заемных средств в структуре капитала позволяет корпорации платить меньшую сумму налога на прибыль (поскольку проценты по заемным средствам уменьшают сумму налогооблагаемой базы), однако одновременно с этим возникает рост издержек финансовой неустойчивости корпорации.

Модель APV раскрывает величину рыночной стоимости компании как сумму двух составляющих[1]:

$$APV = NPV + F, \tag{15.1}$$

где APV — скорректированная приведенная стоимость корпорации, ден. ед.; NPV — чистая приведенная стоимость корпорации (стоимость корпорации без учета решений по долговому финансированию), ден. ед.; F — текущая стоимость решений по долговому финансированию, ден. ед.

Согласно формуле (15.1) на величину рыночной стоимости корпорации влияет не только уровень получаемых ею денежных потоков, но и те решения, которые финансовые менеджеры принимают относительно источников финансирования.

Раскрывая величину F, получаем следующую формулу:

$$APV = NPV + PV_{TS} + PV_{BC}, \tag{15.2}$$

где PV_{TS} — стоимость выгод от эффекта «налогового щита», ден. ед.; PV_{BC} — стоимость издержек финансовой неустойчивости, ден. ед.

Из формулы (15.2) можно сделать вывод, что при использовании заемных источников финансирования рыночная стоимость корпорации будет увеличиваться до того момента, пока выгоды от экономии на эффекте «налогового щита» превышают издержки финансовой неустойчивости. Таким образом, модель скорректированной приведенной стоимости является прикладным отражением *компромиссной теории структуры капитала*.

Целесообразно выделить следующие преимущества использования модели APV:

1) в качестве целевой функции, которая стремится к максимуму, выступает рыночная стоимость корпорации, что полностью соответствует базовой трактовке ключевой цели финансового менеджмента.

---

[1] *Modigliani F., Miller M.* The cost of capital, corporation finance and the theory of investment correction // The American Economic Review. 1958. Vol. 48, no. 3. P. 80.

Для сравнения, подход к оптимизации структуры капитала корпорации на основе минимизации величины WACC исходит из допущения о том, что обеспечение минимальной стоимости капитала приводит к росту рыночной стоимости бизнеса, не учитывая при этом влияние факторов операционной деятельности и денежных потоков корпорации;

2) модель APV является достаточно информативной в том плане, что позволяет выразить величину рыночной стоимости корпорации через отдельные ее составляющие (стоимость текущих денежных потоков; стоимость выгод от эффекта «налогового щита»; стоимость издержек финансовой неустойчивости). Такая логика позволяет финансовым менеджерам выделить детерминанты рыночной стоимости корпорации, контролировать их и управлять ими, обосновывая тем самым наиболее рациональную политику финансирования бизнеса.

Вместе с тем основным недостатком практического применения модели APV является сложность комплексной идентификации и обоснованной стоимостной оценки издержек финансовых затруднений. Эти издержки могут выражаться не только в виде уменьшения чистой прибыли корпорации, но и, к примеру, в виде снижения ее инвестиционного и кредитного потенциала.

Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию максимизации чистой прибыли на акцию

Данный подход основан на том, что при формировании оптимальной структуры капитала корпорации необходимо учитывать ее влияние на прибыльность акций. Прибыль на акцию (Earnings Per Share — EPS) представляет собой величину чистой прибыли корпорации, приходящуюся на одну обыкновенную акцию, размещенную на рынке. В ситуации неопределенности возрастает степень финансового риска в отношении получаемого размера чистой прибыли. Кроме того, на величину EPS также оказывает влияние объем процентных платежей по долговым обязательствам корпорации, которые должны погашаться в первую очередь.

Согласно модели EBIT-EPS оптимальной будет являться такая структура капитала корпорации, при которой достигается максимальное значение величины EPS при минимальном уровне финансового риска. Логика соответствующих расчетов заключается в том, что определяется величина операционной прибыли корпорации (EBIT), при которой величина EPS будет одинакова при двух разных вариантах финансирования (использование собственных средств; использование заемных средств).

Величина EPS рассчитывается по формуле

$$\text{EPS} = \frac{(1-T)\times(\text{EBIT}-I)-D_{\text{прив}}}{n}, \qquad (15.3)$$

где EPS — величина чистой прибыли корпорации, приходящаяся на одну обыкновенную акцию, ден. ед.; T — ставка налога на прибыль, доли ед.; EBIT — операционная прибыль корпорации, т. е. прибыль до уплаты процентов и налогообложения, ден. ед.; I — сумма процентных платежей по заемным обязательствам, ден. ед.; $D_{\text{прив}}$ — сумма дивидендов по привилегированным акциям, ден. ед.; n — количество обыкновенных акций корпорации, обращающихся на рынке.

Величина операционной прибыли (EBIT), при которой значение EPS одинаково в двух разных вариантах финансирования, принято называть «точкой безразличия». Если операционная прибыль будет превышать «точку безразличия», то более высокое значение EPS будет обеспечиваться за счет большей доли заемных средств. Если же операционная прибыль будет ниже «точки безразличия», то более высокое значение EPS будет достигаться за счет уменьшения доли заемных источников финансирования в структуре капитала корпорации.

Рассмотрим логику расчета «точки безразличия» на практическом примере со следующими исходными данными.

Пример. Компания АО «XXX» рассматривает два варианта финансирования своей деятельности, характеристика которых представлена в табл. 15.2. Первый вариант предполагает размещение 25 000 обыкновенных акций номиналом 1 000 ден. ед. и 10 000 привилегированных акций номиналом 1 000 ден. ед. с размером дивидендных выплат 10 % от номинала. Второй вариант финансирования: 20 000 обыкновенных акций номиналом 1 000 ден. ед. и 7 000 привилегированных акций номиналом 1 000 ден. ед. с размером дивидендных выплат 10 % от номинала, а также 8 000 000 ден. ед. долговых обязательств с уровнем процентных выплат 9 % годовых. Ставка налога на прибыль 20 %.

Таблица 15.2

Альтернативные варианты финансирования деятельности компании АО «XXX», ден. ед.

Показатель	Вариант 1	Вариант 2
Совокупная стоимость размещенных обыкновенных акций	25 000 000	20 000 000
Совокупная стоимость размещенных привилегированных акций	10 000 000	7 000 000
Долговые обязательства	–	8 000 000
Итого	*35 000 000*	*35 000 000*

Рассчитаем значение операционной прибыли, при котором величина прибыли на акцию будет одинаковой при двух вариантах финансирования.

$$EPS_1 = \frac{(1-0,2)\times EBIT - 1\,000\,000}{25\,000}$$

$$EPS_2 = \frac{(1-0,2)\times (EBIT - 720\,000) - 700\,000}{20\,000}$$

$$\frac{(1-0,2)\times EBIT - 1\,000\,000}{25\,000} = \frac{(1-0,2)\times (EBIT - 720\,000) - 700\,000}{20\,000}$$

$$EBIT = 2\,975\,000 \text{ ден. ед.}$$

В табл. 15.3 представлена проверка корректности проведенных расчетов посредством вычисления значения EPS при условии, что определенная нами «точка безразличия» составляет 2 975 000 ден. ед.

Таблица 15.3

Расчет прибыли на акцию при альтернативных вариантах финансирования деятельности компании АО «XXX»

Показатель	Вариант 1	Вариант 2
EBIT, ден. ед.	2 975 000	2 975 000
Процентные платежи, ден. ед.	–	720 000
Прибыль до налогообложения, ден. ед.	2 975 000	2 255 000
Налог на прибыль, ден. ед.	595 000	451 000
Чистая прибыль, ден. ед.	2 380 000	1 804 000
Дивиденды по привилегированным акциям, ден. ед.	1 000 000	700 000
Количество обыкновенных акций в обращении, шт.	25 000	20 000
Прибыль на акцию (EPS), ден. ед.	55,2	55,2

Исходя из результатов расчетов можно сделать следующие выводы. При превышении операционной прибыли компании АО «XXX» значения в 2 975 000 ден. ед. долговое финансирование будет целесообразным, так как увеличение доли заемных средств в структуре капитала приведет к росту прибыли на акцию. Если же операционная прибыль составит менее 2 975 000 ден. ед., то преимущественным вариантом будет являться финансирование за счет собственных средств.

Таким образом, чем больше ожидаемый объем операционной прибыли над «точкой безразличия», тем более предпочтительно для корпорации долговое финансирование. Если же в предстоящем периоде высока вероятность снижения операционной прибыли, то вариант наращивания заемного финансирования является достаточно рисковым.

Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию минимизации уровня риска

Одним из основных ограничений наращивания заемного капитала корпорации является волатильность операционной прибыли и высокие операционные риски. Чем более существенны операционные риски (с точки зрения вероятности возникновения рисковых событий и потенциального ущерба от их реализации), тем более волатильны прогнозные значения операционной прибыли и тем меньше возможностей у корпорации в увеличении объемов заимствований вследствие снижения уровня ее платежеспособности.

Подход к оптимизации структуры капитала корпорации по критерию минимизации уровня риска предусматривает определение допустимого (приемлемого) объема привлечения заемных средств исходя из допустимой вероятности банкротства.

Модель волатильности EBIT основывается на допущении о том, что вероятность банкротства корпорации зависит исключительно от волатильности ее операционной прибыли. Ситуация банкротства может возникнуть в том случае, если объем полученной операционной прибыли (EBIT) будет ниже годовой суммы процентных платежей и погашения текущей части долга (DP).

Математически вероятность банкротства корпорации выражается следующим образом:

$$p = p\,(\mathrm{EBIT} < \mathrm{DP}) = \int_{-\infty}^{DP} f(\mathrm{EBIT})\, d\,\mathrm{EBIT}; \quad \frac{\overline{\mathrm{EBIT}} - \mathrm{DP}}{\sqrt{\sigma^2}} / t_{n-1}, \quad (15.4)$$

где p — вероятность банкротства, %; $\overline{\mathrm{EBIT}}$ — среднее значение операционной прибыли, ден. ед.; DP — годовая сумма процентных платежей и погашения текущей части долга, ден. ед.; $\sqrt{\sigma^2}$ — стандартное отклонение операционной прибыли, ден. ед.; t — статистика, имеющая распределение Стьюдента с $(n-1)$ степенями свободы; n — количество периодов (лет), за которые известны значения операционной прибыли.

Использование модели волатильности EBIT предусматривает следующий алгоритм расчетов.

1. Задается величина допустимой вероятности банкротства корпорации либо в соответствии с пожеланиями собственников, либо на основании использования методики А. Дамодарана, устанавливающей соответствие между кредитным рейтингом и вероятностью дефолта компании (табл. 15.4).

Таблица 15.4

Зависимость вероятности дефолта от кредитного рейтинга компании

Кредитный рейтинг	Вероятность дефолта, %	Кредитный рейтинг	Вероятность дефолта, %	Кредитный рейтинг	Вероятность дефолта, %
AAA	0,07	BBB	7,54	CCC	59,01
AA	0,51	BB	16,63	CC	70,00
A+	0,60	B+	25,00	C	80,00
A	0,66	B	36,80	D	100,00
A-	2,50	B-	45,00		

Примечание. Сост. по: *Altman E. I.* The default experience of U.S. Bonds. Working paper. Salomon Center. New York University, 2008. URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ (дата обращения: 29.03.2022).

2. На основе ретроспективных данных финансовой отчетности корпорации рассчитывается среднее значение ее операционной прибыли, а также стандартное отклонение.

3. Рассчитывается величина показателя $\frac{\overline{\text{EBIT}} - \text{DP}}{\sqrt{\sigma^2}}$ как значение функции обратного распределения Стьюдента с (n−1) степенями свободы от допустимой вероятности банкротства корпорации.

4. Определяется значение DP (годовая сумма процентных платежей и погашения текущей части долга) исходя из найденной величины $\frac{\overline{\text{EBIT}} - \text{DP}}{\sqrt{\sigma^2}}$.

5. Рассчитывается допустимая величина заемного капитала корпорации посредством капитализации величины DP. В качестве ставки капитализации выступает стоимость заемного капитала:

$$D = \frac{\text{DP}}{k_d}, \tag{15.5}$$

где D — допустимая (приемлемая) величина заемного капитала корпорации, ден. ед.; k_d — стоимость заемного капитала, доли ед.

Недостатком данной модели является то, что расчеты предполагают использование ретроспективных данных об операционной прибыли корпорации. При существенном изменении внешних и внутренних факторов бизнес-среды в текущем и предстоящих периодах, а также при высокой волатильности операционной прибыли компа-

нии достоверность результатов применения данной модели значительно снижается.

Помимо рассмотренных выше четырех подходов к оптимизации структуры капитала корпорации соответствующая методологическая задача также может быть решена посредством использования *концепции финансового левериджа.* В силу своего емкого экономического содержания данная концепция требует отдельного рассмотрения в следующем параграфе.

Вопросы для самопроверки

1. Перечислите научные подходы к оптимизации структуры капитала корпорации.
2. В чем заключается эффект «налогового щита» для корпорации?
3. Какой теории структуры капитала соответствует модель скорректированной приведенной стоимости?
4. Раскройте содержание и логику расчетов в рамках практического применения модели EBIT-EPS.
5. Какой из подходов к оптимизации структуры капитала корпорации основывается на корреляции между вероятностью банкротства корпорации и волатильностью ее операционной прибыли?

15.2. Финансовый леверидж

Оптимизация структуры капитала корпорации может быть произведена по критерию максимизации чистой рентабельности собственного капитала. Это достигается за счет использования так называемого эффекта финансового левериджа.

Леверидж (англ. leverage — рычаг для подъема тяжестей) — некий фактор, небольшое изменение которого может привести к существенному изменению результативного показателя («эффект рычага»).

Концепция финансового левериджа предполагает использование корпорацией заемных источников финансирования, благодаря чему достигается увеличение чистой рентабельности собственного капитала.

Показатель, отражающий прирост чистой рентабельности собственного капитала корпорации за счет использования заемных средств, называется эффектом финансового левериджа (эффектом финансового рычага).

Он рассчитывается по формуле

$$ЭФЛ = (1 - С_{НП}) \times (ВР_А - ПК) \times \frac{ЗК}{СК}, \quad (15.6)$$

где ЭФЛ — эффект финансового левериджа, заключающийся в приросте чистой рентабельности собственного капитала корпорации, %; $С_{НП}$ — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; $ВР_А$ — валовая рентабельность активов (отношение валовой прибыли к средней стоимости активов), %; ПК — ставка процентов по заемному капиталу, %; ЗК — сумма используемого корпорацией заемного капитала, ден. ед.; СК — сумма собственного капитала корпорации, ден. ед.

Рассматривая формулу (15.6), можно выделить в ней три составляющие.

1. *Налоговый корректор финансового левериджа* ($1 - С_{НП}$). Он характеризует то, в какой степени проявляется эффект финансового левериджа в зависимости от уровня налогообложения прибыли в разных странах.

Очевидно, что корпорация не в состоянии повлиять на величину налогового корректора, так как ставка налога на прибыль устанавливается на законодательном уровне. Однако дифференциация налогового корректора может быть использована в следующих ситуациях:

– если по различным видам деятельности корпорации законодательно установлены разные ставки налогообложения прибыли;

– если по отдельным видам деятельности корпорации в законодательном порядке предусмотрены льготы по налогообложению прибыли;

– если отдельные бизнес-единицы, входящие в состав корпорации, функционируют на территориях особых экономических зон, где установлен льготный режим налогообложения прибыли;

– если отдельные бизнес-единицы, входящие в состав корпорации, осуществляют свою деятельность на территории других государств.

Перечисленные выше ситуации позволяют использовать возможность повышения эффекта финансового левериджа за счет увеличения величины налогового корректора (при прочих равных условиях).

2. *Дифференциал финансового левериджа* ($ВР_А$ – ПК). Рассчитывается как разность между валовой рентабельностью активов корпорации и процентной ставкой по заемному капиталу, является ключевым условием, формирующим положительный эффект финансового левериджа. Другими словами, эффект финансового левериджа проявляется только в том случае, если валовая рентабельность акти-

вов корпорации больше, чем процентная ставка по заемным средствам, т. е. дифференциал финансового левериджа является положительной величиной. Чем больше разность между валовой рентабельностью активов и процентной ставкой по заемным средствам, тем выше будет значение эффекта финансового левериджа (при прочих равных условиях).

Если дифференциал финансового левериджа принимает отрицательное значение, то это вызывает обратный эффект, который проявляется в снижении рентабельности собственного капитала. В такой ситуации использование корпорацией заемного капитала дает отрицательный эффект, поэтому является нецелесообразным.

3. *Коэффициент (плечо) финансового левериджа* (ЗК / СК). Представляет собой отношение заемного капитала к собственному капиталу корпорации. Коэффициент финансового левериджа непосредственно и является тем рычагом, который усиливает положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет соответствующего значения его дифференциала. Если значение дифференциала положительное (больше нуля), то рост коэффициента финансового левериджа будет вызывать еще большее увеличение рентабельности собственного капитала корпорации. Если значение дифференциала отрицательное (меньше нуля), то рост коэффициента финансового левериджа будет приводить к еще большему снижению этого показателя.

Основные тезисы практического применения концепции финансового левериджа демонстрирует рис. 15.1.

Основные положения концепции финансового левериджа

- Если новое заимствование приносит корпорации увеличение уровня эффекта финансового левериджа, то такое заимствование выгодно
- Рекомендуется внимательно отслеживать значение дифференциала финансового левериджа: при увеличении со стороны корпорации объема заимствований банку свойственно компенсировать возрастание кредитного риска повышением стоимости кредита (процентной ставки)
- Чем больше значение дифференциала финансового левериджа, тем ниже уровень финансового риска корпорации (и наоборот, чем меньше значение дифференциала, тем выше уровень риска)
- Если дифференциал финансового левериджа больше нуля, то корпорации целесообразно увеличивать долю заемного капитала. Если дифференциал отрицателен, то не рекомендуется наращивать заимствования, так как эффект от использования заемного капитала меньше суммы процентов по займу. Если дифференциал равен нулю, то весь эффект от использования заемного капитала будет направлен на уплату процентов по займу

Рис. 15.1. Тезисы практического применения концепции финансового левериджа

Рассмотрим воздействие эффекта финансового левериджа на практическом примере.

Пример. Компания АО «XXX» рассматривает 4 варианта финансирования своей деятельности, характеристика которых представлена в табл. 15.5.

Таблица 15.5

Определение оптимального варианта структуры капитала АО «XXX» на основе концепции финансового левериджа

Показатель	Варианты структуры капитала			
	1	2	3	4
Коэффициент финансового левериджа	0	0,3	0,6	0,9
Совокупный капитал (валюта баланса), ден. ед.	70 000	70 000	70 000	70 000
Собственный капитал, ден. ед.	70 000	53 846	43 750	36 842
Заемный капитал, ден. ед.	–	16 154	26 250	33 158
Валовая прибыль, ден. ед.	14 000	14 000	14 000	14 000
Валовая рентабельность активов, %	20,0	20,0	20,0	20,0
Средняя ставка процентов по заемным средствам, %	–	18,0	18,0	18,0
Процентные платежи, ден. ед.	–	2 907,7	4 725	5 968
Прибыль до налогообложения, ден. ед.	14 000	11 092,3	9 275	8 032
Сумма налога на прибыль, ден. ед. (ставка налога на прибыль 20 %)	2 800	2 218,5	1 855	1 606
Чистая прибыль, ден. ед.	11 200	8 873,8	7 420	6 426
Чистая рентабельность собственного капитала, %	16,0	16,5	17,0	17,4
Эффект финансового левериджа (прирост чистой рентабельности собственного капитала), %	–	0,5	1,0	1,4

Из табл. 15.5 видно, что эффект финансового рычага возрастает с увеличением значения коэффициента финансового левериджа, т. е. с ростом доли заемного капитала в структуре источников финансирования компании. В частности, при значении коэффициента 0,3 наблюдается прирост чистой рентабельности собственного капитала 0,5 %, а при значении коэффициента 0,9 прирост составляет уже 1,4 %. В первом варианте структуры капитала компания выплачивает самую высокую сумму налога на прибыль, что обусловлено отсутствием налоговой экономии (прибыль до налогообложения равна валовой прибыли). В остальных вариантах по мере увеличения доли заемного капитала в структуре источников финансирования сумма налога на прибыль снижается.

Таким образом, использование на практике концепции финансового левериджа позволяет определить интервал приемлемых усло-

вий заимствований, оптимальный объем заемного капитала с позиции обеспечения максимально возможного уровня чистой рентабельности собственного капитала компании.

Вопросы для самопроверки

1. Каков критерий оптимизации структуры капитала компании согласно концепции финансового левериджа?
2. Что представляет собой налоговый корректор финансового левериджа?
3. В чем заключается экономический смысл дифференциала финансового левериджа?
4. При каких условиях корпорации целесообразно увеличивать долю заемного капитала согласно концепции финансового левериджа?
5. Какое влияние на эффект финансового левериджа оказывает его плечо?

15.3. Управление собственным капиталом корпорации

Как уже было отмечено в параграфе 14.2, собственный капитал играет ключевую роль в финансировании деятельности корпорации. Без него (в частности, уставного капитала) невозможно создание корпорации. Кроме того, доля собственного капитала в структуре источников финансирования является определяющим индикатором уровня финансовой независимости, финансовой устойчивости корпорации. В конечном итоге генеральная цель финансового менеджмента, заключающаяся в максимизации благосостояния собственников корпорации, реализуется в том числе посредством увеличения ее собственного капитала. Все вышеперечисленное является объективным обоснованием необходимости эффективного управления собственным капиталом корпорации.

Управление собственным капиталом можно рассматривать с позиции двух подходов: *системного* и *процессного*. В связи с тем что процесс финансового управления является составным элементом финансового менеджмента в корпорации, системная методология в этом вопросе является первичной. В структурном разрезе система управления собственным капиталом корпорации представлена на рис. 15.2.

Неотъемлемыми структурными элементами системы управления собственным капиталом корпорации являются субъект, объект и цель управления. Непосредственно процесс управленческого воз-

действия осуществляется на основе определенных принципов, механизма и функций управления.

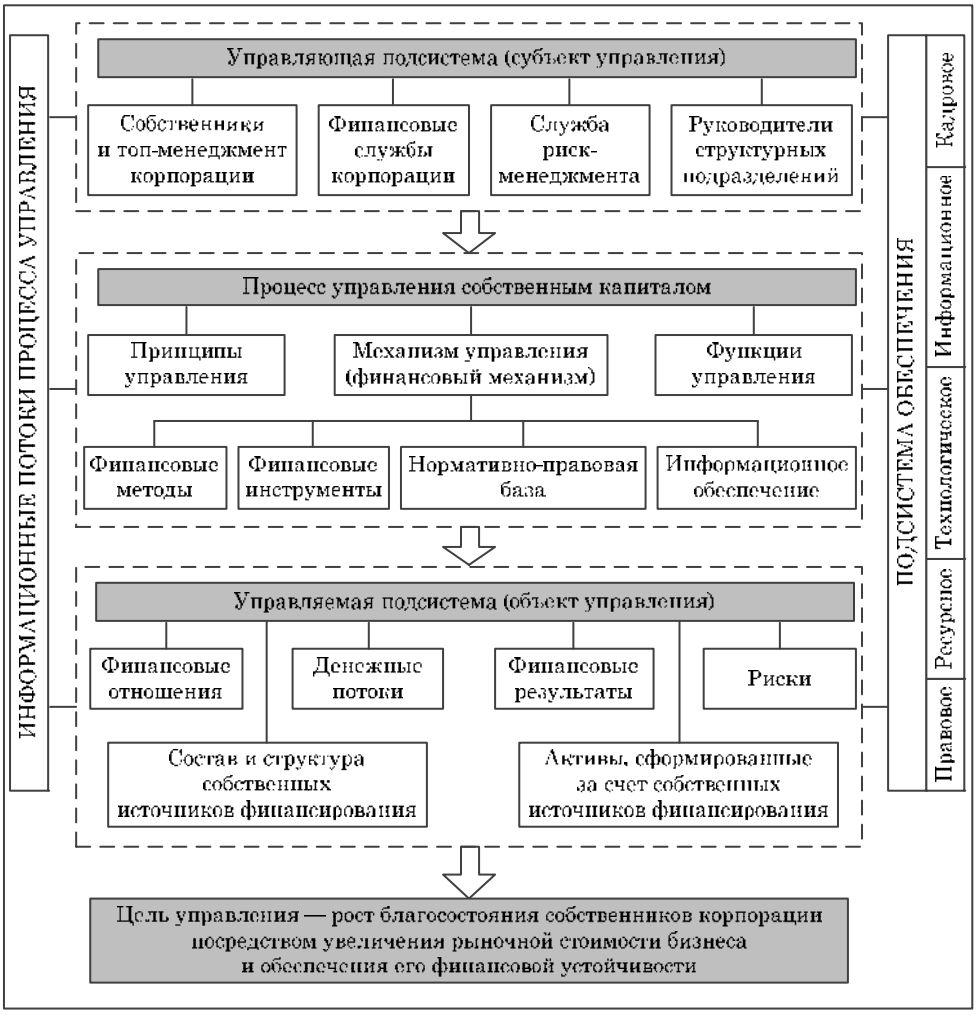

Рис. 15.2. Система управления собственным капиталом корпорации

В системе управления собственным капиталом корпорации в качестве субъекта выступают ее собственники и топ-менеджмент, финансовые службы, служба риск-менеджмента, руководители структурных подразделений.

Поскольку управление собственным капиталом корпорации охватывает как его формирование, так и эффективное использование,

Финансовый механизм управления собственным капиталом корпорации

Финансовые методы	*Финансовые инструменты (рычаги)*	*Нормативно-правовая база*	*Информационное обеспечение*
Самофинансирование; самострахование (формирование резервов); фондообразование; методы финансового планирования; методы финансового контроля; эмиссионная политика; дивидендная политика; методы оптимизации структуры капитала; амортизация основных средств; методы ценообразования; методы управления прибылью; методы реального и портфельного инвестирования; прочие методы	Уставный капитал; обыкновенные акции; привилегированные акции; дивиденды; нормы резервирования; нормы амортизации; себестоимость; цена; выручка; операционная прибыль; чистая прибыль; прочие инструменты	Законы; указы президента; постановления правительства; приказы и распоряжения министерств и ведомств; лицензии; учредительные документы; нормы и нормативы; инструкции; методические указания; прочая нормативная документация	Информация различного вида о внутренней и внешней среде функционирования корпорации

Рис. 15.3. Структура финансового механизма управления собственным капиталом корпорации

то объект управления представлен совокупностью состава и структуры собственных источников финансирования, а также активов корпорации, сформированных за счет собственных средств. Управление ими осуществляется прямыми и косвенными методами воздействия, в том числе опосредованно через управление финансовыми отношениями, денежными потоками, финансовыми результатами (чистой прибылью) и рисками корпорации.

Непосредственный процесс управленческого воздействия субъекта на объект осуществляется с помощью механизма управления (финансового механизма), включающего в себя: финансовые методы; финансовые инструменты; нормативно-правовую базу; информационное обеспечение. Структуру финансового механизма управления собственным капиталом корпорации демонстрирует рис. 15.3. Финансовый механизм играет важнейшую роль в системе управления собственным капиталом корпорации, так как именно с его помощью реализуются основные функции управления: планирование; организация; мотивация; координация; контроль (включающий в себя учет и анализ всех параметров).

Для того чтобы система управления собственным капиталом была эффективной, ее формирование и функционирование должно основываться на ряде базовых принципов финансового менеджмента, таких как: комплексный характер формирования управленческих решений; высокий динамизм и гибкость управления; применение научно обоснованных подходов и методов; ориентация на достижение стратегических целей корпорации и др.

В качестве целевой установки управления выступает увеличение благосостояния собственников корпорации посредством роста рыночной стоимости бизнеса и обеспечения его финансовой устойчивости. К основным задачам управления собственным капиталом корпорации, способствующим достижению обозначенной цели, можно отнести:

– обеспечение достаточности его величины для поддержания высокого уровня финансовой устойчивости корпорации, ее стабильного функционирования и развития;

– обеспечение оптимальной структуры с позиции минимизации его стоимости (как следствие, максимизации рыночной стоимости корпорации);

– обеспечение эффективного использования с целью максимизации рентабельности бизнеса.

Таким образом, обозначенные выше структурные элементы системы управления собственным капиталом корпорации (механизм, функции, принципы, цель и задачи управления) определяют методологическую основу реализации *процесса управления собственным капиталом*. Этот процесс подразумевает осуществление ряда этапов, последовательная реализация которых представляет собой замкнутый цикл (рис. 15.4). Рассмотрим эти этапы более подробно.

Рис. 15.4. Этапы процесса управления собственным капиталом корпорации

Этап 1. Анализ формирования и использования собственного капитала в предшествующем периоде. На данном этапе анализируется фактически сложившийся состав и структура собственного капитала корпорации. Оценивается ретроспективная динамика как совокупной величины собственного капитала, так и отдельных его структурных элементов, определяются причинные факторы, обусловившие эту динамику. Темпы прироста собственного капитала сопоставляются с темпами прироста активов, выручки и прибыли корпорации. Анализируется стоимость собственных источников финансирования, формируются выводы о степени рациональности фактически сложившейся структуры собственного капитала.

Важным направлением анализа также является оценка эффективности использования собственного капитала корпорации в предшествующем периоде, предполагающая расчет ряда показателей.

1. Коэффициент оборачиваемости собственного капитала рассчитывается по формуле

$$К_о(СК) = \frac{В}{СК_{ср}}, \qquad (15.7)$$

где В — выручка от реализации за анализируемый период, ден. ед.; $СК_{ср}$ — среднее значение собственного капитала за анализируемый период, ден. ед.

Показывая, сколько оборотов за анализируемый период совершил собственный капитал, данный коэффициент характеризует уровень деловой активности. Снижение значения коэффициента оборачиваемости собственного капитала в динамике свидетельствует о бездействии части собственных средств корпорации, что является негативной тенденцией.

2. Продолжительность одного оборота собственного капитала (в днях) рассчитывается по формуле

$$Т_о(СК) = \frac{Д}{К_о(СК)}, \qquad (15.8)$$

где Д — количество календарных дней в анализируемом периоде.

Показатель характеризует, сколько дней приходится на один оборот собственного капитала. Позитивной тенденцией является снижение его значения в динамике.

3. Рентабельность собственного капитала рассчитывается по формуле

$$Р(СК) = \frac{ЧП}{СК_{ср}} \times 100\ \%, \qquad (15.9)$$

где ЧП — чистая прибыль корпорации за анализируемый период, ден. ед.

Рентабельность собственного капитала, характеризуя величину прибыли, приходящуюся на каждый рубль вложенных в корпорацию средств, является основным индикатором инвестиционной привлекательности бизнеса, представляющим наибольший интерес для собственников корпорации, а также для потенциальных инвесторов.

Комплексная аналитическая работа, осуществляемая в рамках первого этапа, необходима для того, чтобы выявить релевантные проблемы и факторы риска и учесть их в предстоящем цикле управления собственным капиталом корпорации.

Этап 2. Определение общей потребности в собственных средствах в предстоящем периоде. Совокупная потребность корпорации в собственных источниках финансирования определяется по формуле

$$СС = \frac{К \times УВ_{СК}}{100} - СС_{н} + ЧП_{потр}, \qquad (15.10)$$

где СС — совокупная потребность корпорации в собственных средствах (собственном капитале) в предстоящем периоде, ден. ед.; К — совокупная потребность в капитале на конец предстоящего периода, ден. ед.; $УВ_{СК}$ — планируемая доля (удельный вес) собственных средств в общей структуре капитала корпорации, %; $СС_{н}$ — объем собственных средств корпорации на начало предстоящего периода, ден. ед.; $ЧП_{потр}$ — планируемый объем чистой прибыли корпорации, направляемой на потребление в предстоящем периоде, ден. ед.

Этап 3. Оценка стоимости привлечения собственного капитала из различных источников. В ходе данного этапа оценивается стоимость собственных источников финансирования корпорации, таких как:

– привилегированные акции;
– обыкновенные акции;
– добавочный капитал;
– нераспределенная прибыль.

Соответствующие методические подходы к оценке стоимости обозначенных источников собственных средств были рассмотрены в параграфе 14.3.

Результаты данного этапа необходимы для обоснования выбора оптимальной структуры собственного капитала корпорации.

Этап 4. Планирование оптимальной структуры собственного капитала. При формировании планируемой оптимальной структуры собственного капитала корпорации необходимо руководствоваться двумя основными критериями:

1) *минимизация величины средневзвешенной стоимости собственного капитала.* Она достигается посредством выбора тех источников финансирования, привлечение которых наименее затратно для корпорации, т. е. характеризующихся меньшей стоимостью привлечения по результатам расчетов, проведенных на третьем этапе;

2) *обеспечение высокой эффективности корпоративного управления*, недопущение существенного разводнения акционерного капитала в результате экстенсивной эмиссии обыкновенных акций или конвертируемых облигаций (когда в качестве рискового события выступает массовая конвертация размещенных облигаций в обыкновенные акции).

Этап 5. Привлечение спланированного оптимального объема собственных средств за счет внутренних источников. Поскольку основным внутренним источником собственных средств корпорации является чистая прибыль, на данном этапе важнейшую роль играют мероприятия, направленные на выполнение плановых объемов операционной и чистой прибыли. В этом ключе особое значение имеет наличие в корпорации эффективной комплексной системы управления операционными затратами, в том числе обеспечивающей регулярное выявление резервов их снижения. Отдельного внимания также заслуживает комплекс мер по выполнению плановых объемов продаж.

Этап 6. Привлечение спланированного оптимального объема собственных средств за счет внешних источников. Удовлетворение потребности в собственных средствах, привлекаемых из внешних источников, реализуется в основном за счет проведения корпорацией дополнительной эмиссии обыкновенных и привилегированных акций. Комплексные аспекты эмиссионной и дивидендной политики корпорации были подробно рассмотрены в гл. 12, 13 настоящего учебника.

Также в отношении отдельных компаний существует возможность получения денежных средств или иных материальных активов на безвозмездной и безвозвратной основах в виде целевого финансирования. Как правило, в таком случае речь идет о компаниях с государственным участием или получающих прямую государственную поддержку.

Этап 7. Обеспечение эффективного использования собственного капитала. На данном этапе осуществляется инвестирование привлеченных собственных средств корпорации в различные виды ее активов в соответствии с обозначенными целями. Согласно теоретическим положениям финансового менеджмента, финансирование активов корпорации является оптимальным, если за счет собственных средств сформированы ее внеоборотные активы и часть оборотных средств. Традиционными направлениями вложения собственных средств являются финансирование НИОКР, крупных капитальных инвестиционных проектов, направленных на разработку и освоение

новых видов продукции и технологических процессов, совершенствование технологии, модернизацию оборудования, техническое перевооружение, а также финансирование проектов и мероприятий в рамках корпоративной социальной ответственности.

Таким образом, процесс управления собственным капиталом корпорации достаточно сложный и комплексный, охватывает различные функциональные элементы финансовой стратегии, в особенности, политику формирования и распределения прибыли, а также амортизационную, эмиссионную, дивидендную и инвестиционную политики.

Вопросы для самопроверки

1. Какова основная цель и задачи управления собственным капиталом корпорации?
2. Назовите структурные элементы системы управления собственным капиталом корпорации.
3. Раскройте содержание финансового механизма управления собственным капиталом корпорации.
4. Перечислите этапы процесса управления собственным капиталом корпорации.
5. Какие показатели используются для анализа эффективности использования собственного капитала корпорации?

15.4. Управление заемным капиталом корпорации

Несмотря на то что основу любого бизнеса составляет собственный капитал, эффективная деятельность корпорации невозможна без привлечения заемных средств. Использование заемного капитала позволяет финансировать текущую операционную деятельность, реализовать крупные инвестиционные проекты, направленные на развитие, повышение конкурентных преимуществ, расширение масштабов деятельности, а также иные стратегические и тактические цели корпорации. Благодаря привлечению заемных средств достигается возможность повышения рентабельности собственного капитала за счет эффекта финансового левериджа и в конечном итоге увеличения рыночной стоимости корпорации. В связи с этим управление процессами привлечения и использования заемных средств является важнейшей задачей финансового менеджмента.

Структура финансового механизма управления заемным капиталом корпорации представлена на рис. 15.5.

Финансовый механизм управления заемным капиталом корпорации

Финансовые методы	*Финансовые инструменты (рычаги)*	*Нормативно-правовая база*	*Информационное обеспечение*
Кредитование, в том числе товарное; заимствования, в том числе облигационные; лизинг; методы финансового планирования; методы финансового контроля; методы оптимизации структуры капитала; методы реального и портфельного инвестирования; прочие методы	Параметры кредитов; параметры облигационных и иных займов; условия лизинговых договоров; кредиторская задолженность; финансовые санкции и поощрения; себестоимость; цена; выручка; операционная прибыль; чистая прибыль; прочие инструменты	Законы; указы президента; постановления правительства; приказы и распоряжения министерств и ведомств; лицензии; учредительные документы; нормы и нормативы; инструкции; методические указания; прочая нормативная документация	Информация различного вида о внутренней и внешней среде функционирования корпорации

Рис. 15.5. Структура финансового механизма управления заемным капиталом корпорации

Если представить систему управления заемным капиталом корпорации в структурном разрезе, то большая часть ее составных элементов будет совпадать с элементами системы управления собственным капиталом (в частности, субъект, цель, принципы, функции управления, а также подсистемы обеспечения).

В связи с тем что управление заемным капиталом корпорации охватывает как его формирование (привлечение), так и эффективное использование, объект управления включает в себя совокупность заемных источников финансирования и их структуры, а также активов корпорации, сформированных за счет заемных средств. Управление ими осуществляется опосредованно через управление финансовыми отношениями, денежными потоками, финансовыми результатами и рисками корпорации.

Основными задачами управления заемным капиталом корпорации являются:

– обеспечение достаточности объемов заемных средств для реализации стратегических и тактических целей корпорации при условии удержания рисков на приемлемом уровне;

– обеспечение оптимальной структуры заемного капитала с позиции минимизации его стоимости (как следствие, максимизации рыночной стоимости корпорации);

– обеспечение эффективного использования заемных средств с целью максимизации рентабельности бизнеса.

Этапы процесса управления заемным капиталом корпорации демонстрирует рис. 15.6.

Этап 1. Анализ привлечения и использования заемных средств в предшествующем периоде. На данном этапе анализируется фактически сложившийся состав и структура заемного капитала корпорации. Оценивается ретроспективная динамика как совокупной величины заемного капитала, так и отдельных его структурных элементов, определяются причинные факторы, обусловившие эту динамику. Анализируется стоимость заемных источников финансирования, формируются выводы о степени рациональности фактически сложившейся структуры заемного капитала.

Особое внимание уделяется анализу эффективности использования заемного капитала в предшествующем периоде, осуществляемому с помощью расчета следующих показателей.

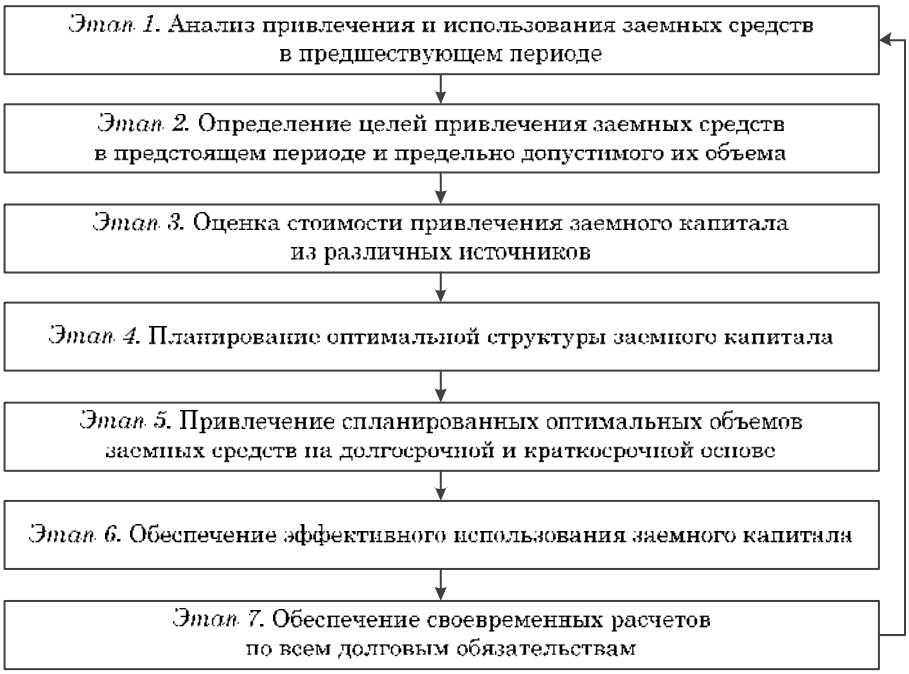

Рис. 15.6. Этапы процесса управления заемным капиталом корпорации

1. Коэффициент оборачиваемости заемного капитала рассчитывается по формуле

$$К_о(ЗК) = \frac{В}{ЗК_{ср}}, \qquad (15.11)$$

где В — выручка от реализации за анализируемый период, ден. ед.; $ЗК_{ср}$ — среднее значение заемного капитала за анализируемый период, ден. ед.

Коэффициент отражает количество оборотов заемного капитала корпорации за анализируемый период, тем самым характеризует степень интенсивности использования заемных источников финансирования (как долгосрочных, так и краткосрочных).

2. Продолжительность одного оборота заемного капитала (в днях) рассчитывается по формуле

$$Т_о(ЗК) = \frac{Д}{К_о(ЗК)}, \qquad (15.12)$$

где Д — количество календарных дней в анализируемом периоде.

Характеризует среднюю продолжительность привлечения заемных средств.

3. Рентабельность заемного капитала рассчитывается по формуле

$$Р(ЗК) = \frac{ЧП}{ЗК_{ср}} \times 100\ \%, \qquad (15.13)$$

где ЧП — чистая прибыль корпорации за анализируемый период, ден. ед.

Характеризует величину прибыли, приходящуюся на каждый рубль заемных источников финансирования. Нарастающая динамика данного показателя свидетельствует о повышении эффективности использования корпорацией заемных средств.

Этап 2. Определение целей привлечения заемных средств в предстоящем периоде и предельно допустимого их объема. Как правило, заемные средства привлекаются корпорацией на краткосрочной основе для финансирования пополнения оборотных активов, на долгосрочной основе — для финансирования прироста внеоборотных активов.

Установление предельно допустимого объема (лимита) привлечения заемных средств обусловлено необходимостью поддержания высокого уровня финансовой устойчивости корпорации и учета предельного эффекта финансового левериджа.

Этап 3. Оценка стоимости привлечения заемного капитала из различных источников. На данном этапе оценивается стоимость заемных источников финансирования корпорации, таких как: банковский кредит; облигационный заем; финансовый лизинг; кредиторская задолженность. Соответствующие методические подходы к оценке стоимости обозначенных источников заемного капитала были рассмотрены в параграфе 14.3.

Результаты производимых расчетов выступают в качестве обоснования при формировании оптимальной структуры заемного капитала корпорации.

Этап 4. Планирование оптимальной структуры заемного капитала. При формировании планируемой оптимальной структуры заемного капитала корпорации необходимо руководствоваться такими критериями оптимизации, как минимизация средневзвешенной стоимости заемного капитала и максимизация выгод от использования эффекта финансового левериджа.

В ходе данного этапа планируется состав и структура заемного капитала в разрезе сроков и форм привлечения заемных средств, а также основных кредиторов.

Этап 5. Привлечение спланированных оптимальных объемов заемных средств на долгосрочной и краткосрочной основе. На данном этапе корпорация привлекает заемные средства в соответствии с их запланированной структурой, объемами и другими параметрами. Важным условием для успешной реализации запланированных мероприятий по формированию заемного капитала является достижение и поддержание высокого уровня ликвидности и платежеспособности корпорации. От этих характеристик финансового состояния корпорации зависит ее кредитный рейтинг, уровень доверия и лояльности со стороны кредиторов.

Этап 6. Обеспечение эффективного использования заемного капитала. Осуществляется инвестирование заемных средств корпорации в различные виды ее активов в соответствии с обозначенными на втором этапе целями. Традиционными направлениями вложения заемных средств являются: пополнение необходимого объема постоянной части оборотных активов; формирование переменной части оборотных активов; формирование недостающего объема инвестиционных ресурсов.

Этап 7. Обеспечение своевременных расчетов по всем долговым обязательствам. Эффективная реализация задачи по обеспечению своевременных и полных расчетов по всем долговым обязательствам корпорации предусматривает необходимость составления и исполнения платежного календаря, фиксирующего в разрезе календарных дат предстоящие денежные потоки, как положительные, так и отрицательные.

Если по состоянию на какую-либо календарную дату прогнозируется недостаток денежных средств, то реализуются меры для обеспечения платежеспособности корпорации, включающие в себя: перенос срока отдельных платежей по заблаговременному согласованию с контрагентами; ускорение инкассации дебиторской задолженности, в первую очередь за счет использования современных форм ее рефинансирования (учета векселей, факторинга, форфейтинга, секьюритизации); открытие в банке овердрафтного кредита или кредитной линии.

Вопросы для самопроверки

1. Перечислите основные методы и инструменты в структуре финансового механизма управления заемным капиталом корпорации.
2. Охарактеризуйте этапы процесса управления заемным капиталом корпорации.
3. Назовите цель и задачи управления заемным капиталом корпорации.
4. Какие показатели применяются для оценки эффективности использования заемного капитала в предшествующем периоде?
5. С помощью каких методов обеспечивается своевременность расчетов по долговым обязательствам корпорации?

Литература по теме

Бланк И. А. Финансовый менеджмент: учеб. курс. 2-е изд., перераб. и доп. Киев: Эльга: Ника-Центр, 2004. 656 с.
Задорожная А. Н. Теоретические и практические аспекты формирования оптимальной структуры капитала компании. Омск: Типография ООО «ЮНЗ», 2015. 175 с.
Кириченко Т. В. Финансовый менеджмент: учебник. М.: Дашков и К, 2013. 484 с.
Савченко Н. Л. Корпоративные финансы: учеб. электр. текстовое издание. Екатеринбург, 2017. URL: https://study.urfu.ru/Aid/Publication/13605/1/Savchenko.pdf (дата обращения: 10.03.2022).
Савченко Н. Л. Управление финансовыми ресурсами предприятия: учеб. пособие. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2019. 164 с.
Финансовый менеджмент: учеб. пособие / Ю. А. Долгих, Т. В. Бакунова, Е. А. Трофимова, Е. С. Панфилова. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2021. 118 с.

Основные термины

Коэффициент (плечо) финансового левериджа — отношение заемного капитала к собственному капиталу корпорации.

Налоговый корректор финансового левериджа — величина, характеризующая то, в какой степени проявляется эффект финансового левериджа в зависимости от уровня налогообложения прибыли в разных странах.

Оптимизация — нахождение экстремума, т. е. минимального или максимального значения некоторой целевой функции.

Прибыль на акцию — величина чистой прибыли корпорации, приходящаяся на одну обыкновенную акцию, размещенную на рынке.

Точка безразличия — величина операционной прибыли (EBIT), при которой значение прибыли на акцию одинаково в двух разных вариантах финансирования.

Эффект финансового левериджа — показатель, отражающий прирост чистой рентабельности собственного капитала за счет использования корпорацией заемных средств.

EBIT — операционная прибыль корпорации, т. е. прибыль до уплаты процентов и налогообложения.

16 Управление финансовыми рисками и механизм их минимизации в корпорациях

16.1. Классификация предпринимательских рисков в корпорациях и механизм управления ими

Риск — явление универсальное, характерное для широкого спектра областей деятельности человека, что объясняется наличием множества факторов, условий, которые влияют на положительный и отрицательный исход принимаемых экономических и иных решений.

Риск — это очень древняя категория, которая сопровождала человечество с момента его зарождения. Однако многие столетия и даже тысячелетия его оценка происходила на основании жизненного опыта и была приблизительной, словесной, а не выражалась в цифровых значениях. Это относится ко всевозможным видам риска, в том числе и к предпринимательским рискам.

Уже в Средние века риски делились на аграрно-климатические, торговые, производственные. Указанные разновидности можно отнести к предпринимательским рискам, исходя из существующих в тот период условий жизни, производства и труда. Однако предпринимательские риски как самостоятельный вид еще не выделялись. Эпоха Возрождения с ее Великими географическими открытиями, Новое Время положили начало активному развитию предпринимательства (и выделению фигуры предпринимателя в экономической системе), поэтому значимую роль уже играли предпринимательские риски как отдельно определяемый вид рисков. Они разделялись на несколько ветвей — торговые, финансовые, инфляционные, внешнеэкономические; одновременно появлялись первые методы управления рисками с помощью заградительных пошлин, создания торговых гильдий и др.

В классической политэкономии (XVIII в.) указанные направления оформились в экономические школы, которые рассматривали коммерческие, производственные риски с научной точки зрения. XIX и XX вв. дополнили риск-менеджмент точным инструментарием[1].

В частности, предлагается ряд трактовок понятия и сущности предпринимательского риска (табл. 16.1). В чем-то они схожи, в чем-то имеют различия. Чаще всего трактовка экономического содержания категории «риск» сводится к взаимосвязи с состоянием неопределенности и возможности некоего непредвиденного неблагоприятного события, в результате наступления которого запланированная конечная цель не будет достигнута.

Таблица 16.1

Подходы к определению предпринимательского риска

Авторы	Определение предпринимательского риска
А. В. Воронцовский	Характеристика или количественная оценка распределений будущих полезных результатов решений (проектов), которые порождаются неопределенностью и формируются ответственным лицом[2]
Н. А. Рахитикова	Объективная вероятность наступления неблагоприятных обстоятельств в процессе осуществления финансово-хозяйственной деятельности организации под действием внешних и внутренних факторов[3]
А. В. Гребенкин, А. С. Сафонова	Вероятность наступления неблагоприятного события, которое может выражаться в недостижении целей, прямых или косвенных потерях (экономического или неэкономического характера), что обусловлено средовой неопределенностью (влиянием факторов внешней или внутренней среды)[4]
Э. М. Сафарова	Риск, возникающий при предпринимательской деятельности, связанной с производством продукции, реализацией товаров и предоставлением услуг; товарно-денежными и финансовыми операциями; коммерцией, осуществлением научно-технических проектов[5]

[1] *Байербах А. Г.* Некоторые подходы к определению сущности и классификации экономических рисков // Экономика и бизнес: теория и практика. 2020. № 2-1. С. 17–18.

[2] *Воронцовский А. В.* Управление рисками. М.: Юрайт, 2016. С. 22.

[3] *Рахитикова Н. А.* Анализ и управление рисками организации. М.: ИНФРА-М, 2021. С. 204.

[4] *Гребенкин А. В., Сафонова А. С.* Управление предпринимательскими рисками в условиях трансформирующейся рыночной среды: идентификация, диагностика, измерение // Российское предпринимательство. 2016. Т. 17, № 17. С. 2049.

[5] *Сафарова Э. М.* Предпринимательский риск: понятия, сущность и виды классификаций // Новинок. 31 окт. 2016 г. № 53-3. URL: https://novainfo.ru/article/8371.

Окончание табл. 16.1

Авторы	Определение предпринимательского риска
С. М. Васин, В. С. Шутов	Поведение хозяйствующих субъектов в условиях неопределенности при выборе оптимального решения из числа альтернативных на основе оценки вероятности достижения желаемого результата и степени отклонения от него[1]
Е. А. Саркисова	Явление или деятельность по преодолению возникшей неопределенности, когда неизбежно возникает необходимость выбора дальнейших действий (количественная или качественная оценка ситуации с целью достижения планируемого результата)[2]
И. А. Киселева, Н. Е. Симонович, Г. Н. Егорова и др.	Невозможность предугадать и предусмотреть какое-либо событие и последствие этого события в дальнейшей деятельности предприятия[3]

Из данных, представленных в табл. 16.1, можно сделать вывод, что под предпринимательским риском в контексте предпринимательской деятельности понимается вероятность наступления в будущем неблагоприятных обстоятельств, отрицательно воздействующих на внутренние и внешние факторы, а также на конечный результат финансово-хозяйственной деятельности корпораций.

Наиболее четким и убедительным нам представляется определение А. Г. Байербаха, который трактует экономический риск «как событие, которое объективно и/или субъективно возникает в такой сфере человеческой деятельности, как экономика, и реализация которой несет в себе вероятность наступления одного из трех возможных результатов: положительного, отрицательного или нейтрального»[4].

Риск появляется тогда, когда становится невозможно точно определить наступление того или иного обстоятельства, которое может не зависеть от желаний, предпочтений и действий субъекта. При этом риск сопровождает бизнес постоянно, являясь его неотъемлемой частью[5].

---

[1] *Васин С. М., Шутов В. С.* Управление рисками на предприятии. М.: КноРус, 2016. С. 21.

[2] *Саркисова Е. А.* Риски в торговле. Управление рисками. М.: Дашков и К, 2016. С. 4.

[3] *Киселева И. А., Симонович Н. Е., Егорова Г. Н., Шаповалов Ю. А.* Методы оценки и управления предпринимательскими рисками // Вестник ВГУИТ. 2017. Т. 79. № 2. С. 315.

[4] *Байербах А. Г.* Некоторые подходы к определению сущности и классификации экономических рисков // Экономика и бизнес: теория и практика. 2020. № 2-1. С. 20.

[5] *Кутафьев Л. В.* Сущность, содержание и понятие риска в предпринимательской деятельности // Молодой ученый. 2013. № 10. С. 319–321.

Важнейшая черта риска — неопределенность, что наиболее характерно для рыночной экономики в условиях конкуренции. Субъекты принимают решения, исходя из того, что приходится выбирать направление действий из нескольких возможных вариантов, осуществление которых сложно предсказать. Неблагоприятными обстоятельствами, случайными изменениями условий экономической деятельности объясняется то, что сущность риска заключается в опасности возникновения непредвиденных финансовых потерь (дохода, прибыли, имущества).

Неопределенность будущей ситуации на рынке, в социальной и политической сферах порождается несколькими группами факторов (рис. 16.1).

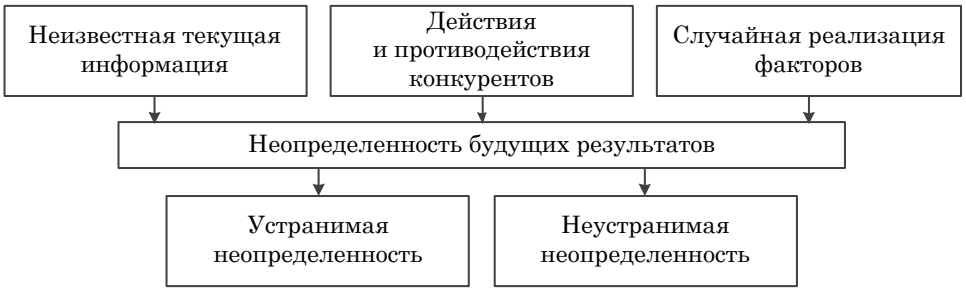

Рис. 16.1. Формы неопределенности предпринимательских рисков[1]

К тому же это может быть как устранимая, так и неустранимая неопределенность.

Устранимая неопределенность возникает, если информация есть в свободном доступе, требуется только собрать ее, обработать и грамотно применить.

Неустранимая неопределенность базируется на факторах неизвестных к настоящему времени, которые могут проявить себя непосредственно при развитии рисковой ситуации.

Можно выделить основные факторы неопределенности:

– неизвестные экономические факторы;

– известные экономические факторы с неопределенным проявлением;

– будущее поведение конкурентов, поставщиков, работников;

– природно-климатические, политические, эпидемиологические, демографические процессы[2].

---

[1] *Воронцовский А. В.* Управление рисками. М.: Юрайт, 2016. С. 18.

[2] Там же. С. 19.

Все указанные виды неопределенности невозможно прогнозировать с высокой степенью надежности, а окружающая среда и действия конкурентов ведут к изменению действий и целей субъекта хозяйствования.

Несмотря на многовековую историю эволюции категории «риск», однозначного подхода к данному определению не выработано. Так, понятие риска не отражено на законодательном уровне. В утратившем силу с 2002 г. законе РСФСР от 25 декабря 1990 г. № 445-1 «О предприятиях и предпринимательской деятельности» речь шла о том, что предприниматели ведут свою деятельность на свой страх и риск (п. 2 ст. 1). В Гражданском кодексе РФ эта норма сохранилась, и предпринимательская деятельность понимается как самостоятельная деятельность, «осуществляемая на свой риск» (ст. 2). В части 2 Гражданского кодекса РФ указывается, что страхователь может застраховать предпринимательский риск (ст. 933). Более подробная информация законодателем не раскрыта.

Однако не всегда риск может быть связан с неблагоприятным событием, имеющим отрицательные последствия. При оценке предпринимательского риска принимается решение об осуществлении тех или иных управленческих действий, и их итог может быть как отрицательный, так и положительный, когда отмечается резкое повышение прибыли или рентабельности бизнеса.

В связи с вышеизложенным можно выделить несколько ключевых функций предпринимательского риска, таких как:

– регулятивная (позволяющая сбалансировать решения относительно выбора альтернативы);

– аналитическая (создающая предпосылки углубленного анализа финансово-экономической деятельности корпорации);

– инновационная (стимулирующая поиск новых нестандартных решений);

– защитная (позволяющая заблаговременно подготовиться к нежелательному развитию событий)[1].

Предпринимательский риск представляет собой набор ключевых особенностей и признаков (рис. 16.2).

Ключевыми факторами риска являются противоречия субъектов хозяйствования, органов власти, необходимость делать выбор между взаимоисключающими решениями. А факторами неопределенности

[1] *Саркисова Е. А.* Риски в торговле. Управление рисками. М.: Дашков и К, 2016. С. 11.

выступают непредвиденность форс-мажорных ситуаций, роль случая, ограниченность ресурсов, неполная информированность.

Рис. 16.2. Основные признаки предпринимательского риска[1]

Примером противоречивости риска служит введение в корпорации новой системы мотивации, которая позволит на 20–30 % повысить производительность труда. Отторжение коллективом измененных требований может привести к скрытому саботажу, что даст обратный эффект — снижение производительности и, как следствие, невыполнение обязательств перед контрагентами. Это может привести корпорацию на грань банкротства.

Альтернативность риска, как уже было отмечено ранее, связана с выбором. Например, вложить свободные средства в запасы или инвестировать в инновационный проект, который может оказаться убыточным, а может принести доход 200–300 %.

Неопределенность риска обусловлена тем, что трудно угадать, в какой области — социальной, политической, экономической — возникнут проблемы у корпорации. Например, дефолт 1998 г., резкое ослабление рубля, удорожание импортных товаров, закупаемых за доллары, был, на первый взгляд, отрицательным явлением. Но на деле дал огромный толчок к развитию пришедшего было в упадок российского производства, которое предложило населению более дешевые отечественные товары. Однако финансовый кризис 2008 г. уже не дал такого эффекта, потому что все производственные мощности российских предприятий были задействованы, а новые не вводились.

[1] *Васин С. М., Шутов В. С.* Управление рисками на предприятии. М.: КноРус, 2016. С. 13.

В 2020 г. значительный удар по экономике нанесла эпидемия коронавируса, причем этот риск вряд ли кто-то мог просчитать заранее. Это яркий пример неопределенности как составляющей предпринимательского риска.

Исследователи предлагают многокритериальный подход к классификации рисков (рис. 16.3 и табл. 16.2).

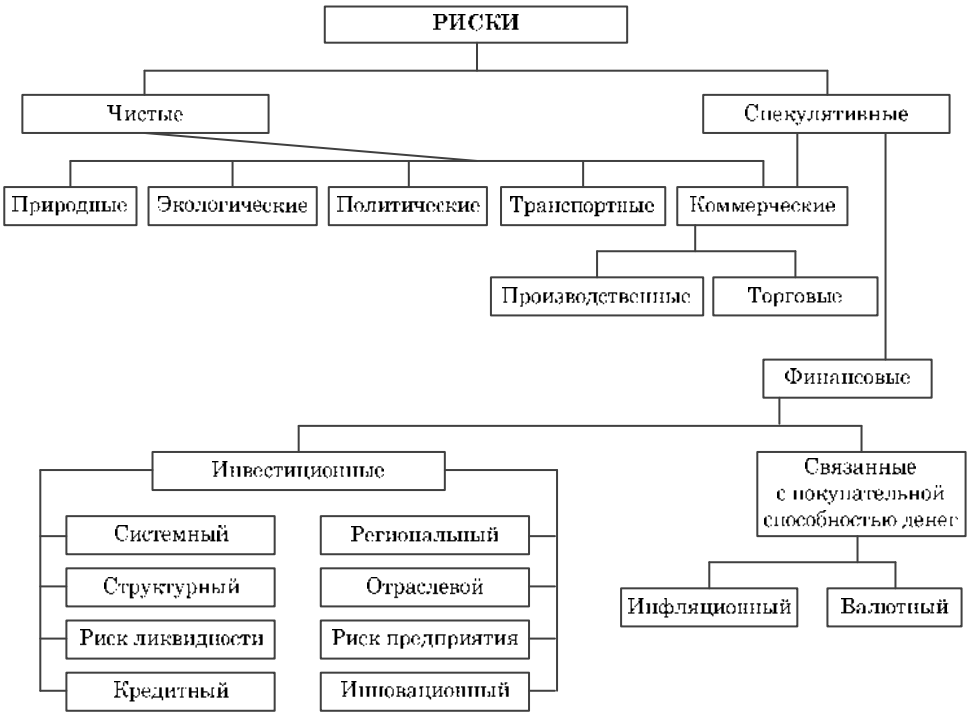

Рис. 16.3. Классификация рисков, рассмотренная А. Н. Фомичевым[1]

Таблица 16.2

Классификация предпринимательских рисков по различным критериям

Критерий классификации	Виды рисков	Характеристика и участники
Сфера возникновения	Внешние	Зарубежные
	Внутренние	Отечественные
Уровень экономического управления	На макроуровне	Народное хозяйство
	На микроуровне	Предприятия

[1] Сост. по: *Фомичев А. Н.* Риск-менеджмент: учеб. пособие. 2-е изд. М.: Дашков и К, 2011. С. 27.

Окончание табл. 16.2

Критерий классификации	Виды рисков	Характеристика и участники
Масштаб воздействия	Национальные	Государство
	Региональный	Регион (область, край, республика)
	Отраслевые	Сферы экономики
	Хозяйствующих субъектов	Предприятия
Источники возникновения	Системные (рыночные)	Все субъекты
	Несистемные	Отдельные субъекты хозяйствования
Природа риска	Хозяйственные	Связаны с деятельностью человека
	Природные	Стихийные бедствия
Отношение объекта	Активные	Риски активной деятельности
	Пассивные	Риски пассивного ожидания
Продолжительность действия	Долгосрочные	Более 3 лет
	Краткосрочные	До 3 лет
	Постоянные	Непрерывно в течение десятилетий (например, риски предприятий в Нидерландах быть затопленными)
Уровень потерь	Минимальные	Финансовые потери незаметны
	Средние	Финансовые потери есть, но незначительны
	Максимальные допустимые	Большие финансовые потери, но не достигшие критического уровня
	Критические	Потери, за которыми начинаются необратимые процессы
	Катастрофические	Необратимые потери, ведущие к разорению или подобным отрицательным воздействиям
Возможность страхования	Страхуемые	Страховой случай распространен
	Нестрахуемые	Нет возможности получить страховые суммы

Примечание. Сост. по: *Байербах А. Г.* Некоторые подходы к определению сущности и классификации экономических рисков // Экономика и бизнес: теория и практика. 2020. № 2-1. С. 20.

Чистые риски отражают возможность получения отрицательного или нулевого результата, а спекулятивные риски означают возможность получения как положительного, так и отрицательного эффекта. В зависимости от причины возникновения риски делятся на природные, экологические, политические, транспортные, производственные и торговые.

В научной литературе можно встретить утверждение, что предпринимательские и финансовые риски тесно связаны между собой. Иными словами, предпринимательские риски — это возможность возникновения неблагоприятных ситуаций, которые вызваны потерей вложенных средств, или убытков, связанных с неполучением ожидаемого дохода[1].

Чтобы повысить эффективность деятельности корпорации в условиях неопределенности, необходимо применять соответствующие методы управления предпринимательскими рисками.

Управление рисками — это совокупность системно организованных процедур по достижению величины риска в определенных пределах. Основными методами управления предпринимательским риском являются передача риска, его избежание, принятие, снижение уровня риска[2].

Возможны следующие меры воздействия на риски:

– разработка и внедрение эффективной системы контроля реализации основных задач и стратегических мероприятий корпораций;

– проведение регулярной оценки эффективности деятельности с привлечением независимых экспертов;

– грамотное планирование и прогнозирование при управлении корпорациями;

– хеджирование рисков — инструмент минимизации ценовых рисков, сущность которого состоит в заключении сделок в целях защиты от возможного негативного изменения цен в будущем;

– страхование рисков, которое заключается в защите имущественных интересов от наступления страхового случая[3].

В целом управление предпринимательскими рисками осуществляется несколькими методами (рис. 16.4).

Из данных, представленных на рис. 16.4, можно сделать вывод, что уклонение от риска включает в себя более тщательный отбор контрагентов, а также отказ от рисковых операций, участия в инвестиционных проектах, предполагающих длительные финансовые вложения с высокой степенью неопределенности.

---

[1] *Киселева И. А., Симонович Н. Е.* Оценка рисков в бизнесе: предпринимательские риски // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2017. Т. 10, № 3. С. 245.

[2] *Васин С. М., Шутов В. С.* Управление рисками на предприятии. М.: КноРус, 2016. С. 10, 23.

[3] *Набиев Р. Ф., Сафуанов Р. М.* Актуальность управления рисками в хозяйствующих субъектах // Аллея науки. 2017. № 16. URL: https://www.alley-science.ru.

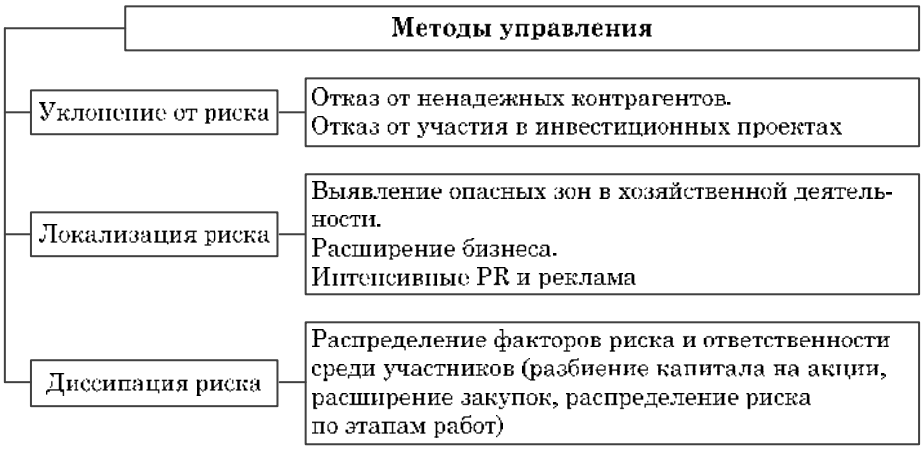

Рис. 16.4. Методы управления предпринимательским риском[1]

Наиболее перспективным является способ локализации при управлении риском. Например, слабое звено корпорации — это складская система, которая требует модернизации и вложения значительных финансовых ресурсов. Если оставить ситуацию без изменения, то возникает риск порчи продукции и, как следствие, убытки от деятельности. Могут быть приняты следующие управленческие решения: отказаться от продажи скоропортящихся товаров или передать их хранение на аутсорсинг, а склад сдавать в аренду для складирования продукции, не требующей особых условий хранения, что позволит минимизировать потери и даже получить прибыль.

Диссипация представляет собой рассеивание риска, т. е. его преобразование из крупного в более мелкие риски или перераспределение риска между заинтересованными сторонами. Этот метод управления предпринимательскими рисками наиболее актуален в корпоративных структурах или в группе компаний, когда для достижения общих управленческих целей создаются различные консорциумы.

Необходимо отметить, что создание эффективного механизма управления предпринимательскими рисками способствует функционированию и успешному развитию корпораций, осуществляющих деятельность в любой отрасли.

---

[1] Сост. по: *Киселева И. А., Симонович Н. Е., Егорова Г. Н., Шаповалов Ю. А.* Методы оценки и управления предпринимательскими рисками // Вестник ВГУИТ. 2017. Т. 79. № 2. С. 316.

Вопросы для самопроверки

1. Охарактеризуйте риск как экономическую категорию и определите основные его отличительные черты.
2. Дайте определение предпринимательскому риску. Перечислите формы неопределенности и функции, присущие предпринимательским рискам.
3. Какие факторы сопутствуют предпринимательским рискам и почему?
4. Назовите различные классификационные критерии предпринимательских рисков.
5. Какие методы управления предпринимательскими рисками являются, на ваш взгляд, наиболее эффективными в условиях стабильной экономической ситуации? В условиях кризисных явлений?

16.2. Роль и значение финансового риска в общей системе предпринимательских рисков корпораций

Финансовый риск является фундаментальным и значимым в системе предпринимательских рисков корпорации.

Существует две противоположные концепции понимания сущности и определения финансового риска:

– как неопределенности исхода финансового события и, следовательно, влекущего финансовые потери, убытки, отрицательный финансовый результат деятельности;

– как дополнительной возможности получения незапланированного дохода.

Многие экономические теории рассматривают финансовый риск как основной (или один из основных) возможный источник незапланированной прибыли. Опыт РФ последнего десятилетия безусловно подтверждает связь уровня риска с нормой прибыли финансовых операций.

Коллектив уральских ученых под руководством профессора М. С. Марамыгина трактует финансовый риск как вероятность неблагоприятного исхода, который выражается в снижении рентабельности и ликвидности, а в худшем случае приводит к потере платежеспособности и банкротству хозяйствующего субъекта[1].

---

[1] *Денежное* хозяйство предприятий: учебник / М. С. Марамыгин, Л. И. Юзвович, Е. Г. Князева и др.; под общ. ред. М. С. Марамыгина. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2018. С. 72.

Учитывая особенности финансово-хозяйственной деятельности корпораций, специфику формирования их денежного капитала и распределения прибыли, а также цикличность и смену фаз жизненного цикла, присущую субъектам хозяйствования любых масштабов деятельности, уместно определить финансовый риск следующим образом.

Финансовый риск — это вероятность возникновения события в процессе осуществления корпорацией предпринимательской деятельности, влекущего за собой потерю финансовых ресурсов (капитала) и отклонение финансового результата от плановых показателей и средних значений за предшествующий период времени на разных стадиях ее жизненного цикла[1].

Финансовая деятельность корпорации во всех ее формах сопряжена с многочисленными рисками, степень влияния которых на результаты деятельности достаточна велика. Риски, сопутствующие финансовой деятельности корпорации, выделяются в особую группу и носят название финансовых рисков.

Выбирая политику управления финансовым риском в корпорациях, необходимо четко определиться с представлениями о его экономической роли. Финансовый риск может рассматриваться с трех основных точек зрения.

Во-первых, как источник и плата за прибыль. Одни экономисты считают его основным источником прибыли, другие отрицают его ведущую роль, но большинство, даже предлагая другие источники (доступ к информации и т. д.), сходятся во мнении, что финансовый риск играет существенную роль в возникновении прибыли.

Во-вторых, как интегратор всех других видов рисков: природных, техногенных, социальных, политических и экономических. Через финансовые риски выражаются многие риски другой природы[2].

В-третьих, как объективное свойство финансовой системы быть менее устойчивой по сравнению с другими системами.

Финансовые риски связаны, как правило, с вариативностью принятия решений в процессе управления денежными потоками, которые неизбежно формируют денежные фонды корпорации — фонд накопления, резервный фонд, фонд потребления и нераспределенную прибыль.

---

[1] *Паюсов А. А., Шеина Е. Г.* Финансовый механизм трансфертного ценообразования промышленных корпораций в целях минимизации рисков. Екатеринбург: ЮНИКА, 2019. С. 13.

[2] *Фомичев А. Н.* Риск-менеджмент: учеб. пособие. 2-е изд. М.: Дашков и К, 2011. С. 11.

Финансовые риски корпораций соответствуют объектам финансового управления и различным типам финансовых ситуаций (рис. 16.5).

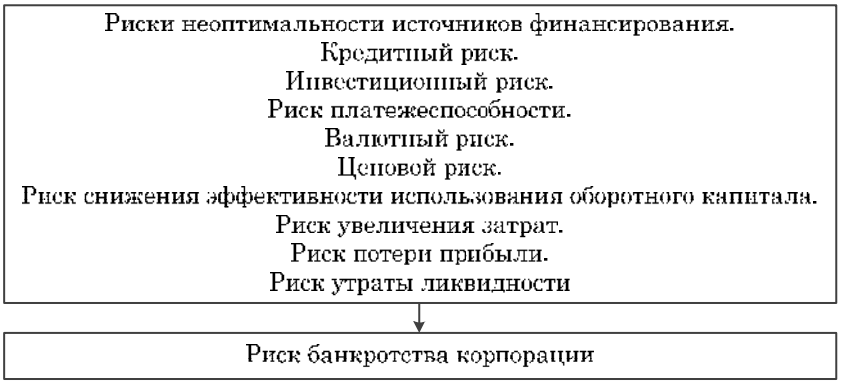

Рис. 16.5. Финансовые риски корпорации

Риск неоптимальности источников финансирования выражается в том, что стоимость денежного капитала, привлеченного для финансирования основной и инвестиционной деятельности, становится выше той рентабельности, которой может достичь корпорация. В связи с этим сначала повышаются затраты и снижается прибыль, а затем снижается стоимость компании.

Кредитный риск заключается в снижении возможности (или ее полном отсутствии) погасить свои обязательства по заемным ресурсам — перед коммерческой организацией, контрагентами, поставщиками товаров, работ, услуг, что может повлечь за собой дефолт дебитора.

Инвестиционный риск связан с вероятностью финансовых потерь в результате возникновения ситуации неопределенности в процессе инвестирования. Сюда также можно отнести риск нереализации инвестиционного проекта, который означает невозможность воплотить проект с заданными показателями окупаемости и доходности. Инвестиционный риск напрямую связан с маркетинговым, проектным и производственным рисками, а также с риском неоптимальности источников финансирования.

Риск платежеспособности заключается в отсутствии возможности своевременно и в полном объеме расплачиваться по своим обязательствам в результате неблагоприятного события. Данный вид риска напрямую связан с риском утраты ликвидности или нехватки денежных средств.

Валютный риск — это возникновение неблагоприятного события, повлекшего отрицательный финансовый результат деятельности корпорации вследствие курсовой разницы покупки-продажи иностранной валюты.

Ценовой риск заключается в возможных финансовых потерях в результате непредвиденных изменений рыночной цены контракта.

Риск снижения эффективности использования оборотного капитала выражается в удлинении финансового цикла в связи с накоплением безнадежных долгов, наличием больших остатков запасов сырья, увеличением незавершенного производства и нереализованной готовой продукции; приводит к риску утраты ликвидности и платежеспособности корпорации и связан с маркетинговым риском и риском нарушения потоков материальных ресурсов.

Риск увеличения затрат ведет к возможной потере прибыли; может возникнуть из-за отсутствия прогноза увеличения затрат (например, на энергоносители) или процентов за кредит либо в целом из-за неэффективной системы управления затратами в корпорации.

Риск потери прибыли может привести к снижению последней или получению убытков вследствие увеличения затрат и (или) снижения выручки компании. Этот вид риска сопутствует риску увеличения затрат.

Риск утраты ликвидности свидетельствует о превышении выплат над поступлениями денежных средств корпорации, а также об уменьшении собственных оборотных средств и наметившейся тенденции увеличения задолженности по краткосрочным кредитам. Связан со всеми видами финансовых рисков и может быть следствием любого из них.

Риск банкротства корпорации возникает при неправильных управленческих решениях, что влечет за собой появление одного из рассмотренных ранее или совокупности разновидностей финансового риска.

Любая компания проходит в своем развитии четыре фазы: выход на рынок и становление; рост, когда активно заполняется выбранный сегмент рынка; зрелость, когда компания пытается сохранить имеющуюся долю рынка под своим контролем, и уход с рынка, когда компания быстро теряет свою долю рынка и вытесняется конкурентами.

В дальнейшем компания либо ликвидируется, либо вливается в более крупную, либо разбивается на более мелкие компании, которые в зависимости от ситуации могут оказаться на стадии роста или

зрелости, либо полностью меняет свою стратегию развития и выходит на новые рынки.

Каждой из представленных фаз жизненного цикла соответствуют специфические управленческие решения. Самыми рисковыми являются первая и четвертая фазы. В фазе выхода на рынок привлечение краткосрочных кредитов в большинстве случаев вызывает риски потери прибыли и утраты ликвидности (платежеспособности). Особого внимания заслуживает фаза ухода с рынка, характеризующаяся наличием четырех видов кризиса, диагностика которых важна для принятия эффективных управленческих решений. Кризис стратегии диагностируется системным падением выручки и может быть устранен путем разработки стратегии, соответствующей новым условиям развития бизнеса. Изменение ассортиментной политики компании практически во всех случаях помогает выйти из этого кризиса. Но, как показывает практика функционирования российских компаний, менеджмент реагирует на изменения в финансово-хозяйственной деятельности на этапе кризиса ликвидности или рентабельности. При отсутствии эффективных управленческих решений по поводу преодоления названных кризисов неизбежно наступает кризис неплатежеспособности, который влечет за собой банкротство.

Финансовое положение корпорации в целом в значительной степени определяет ее конкурентоспособность и потенциал в деловом сотрудничестве, показывает, в какой мере гарантированы положительные финансово-экономические интересы.

В последние годы финансово-экономическая ситуация в Российской Федерации характеризуется значительной степенью неопределенности, в связи с чем корпорациям особенно важно уметь правильно оценивать существующие финансовые риски и управлять ими. Отечественные корпорации осуществляют свою деятельность в высокорискованных экономических условиях, сопряженных с наличием острых финансовых проблем. Наиболее типична данная ситуация для корпораций промышленного сектора, в котором зафиксировано падение объемов производства. Самыми распространенными причинами возникновения финансовых рисков являются:

а) изменение курса валют;

б) высокие темпы инфляции;

в) изменение уровня ключевой ставки Центрального банка РФ;

г) недобросовестная конкуренция;

д) неблагоприятная экономическая конъюнктура.

Вопросы для самопроверки

1. Опишите две основные концепции финансового риска.
2. Какова сущность и экономическая природа финансового риска?
3. В чем наблюдается взаимосвязь финансового риска с предпринимательскими рисками в целом?
4. Перечислите финансовые риски корпораций. Какие из них способны привести к банкротству?
5. Назовите причины возникновения финансовых рисков.

16.3. Совершенствование системы управления финансовыми рисками корпораций в условиях нестабильной финансовой среды

Совершенствование системы управления финансовыми рисками отдельное и очень значимое направление деятельности управленческого состава корпораций, включающее анализ рисков и методы их оценки.

Анализ финансовых рисков представляет собой процедуру выявления факторов рисков и оценку значимости данных факторов, а также связанных с ними негативных последствий.

Методы оценки в целом предпринимательских рисков и, в частности, финансовых рисков подразделяют на количественные и качественные. Соответственно, под оценкой финансовых рисков следует понимать измерение количественным или качественным способом уровня (или степени) рисков.

Качественная оценка дает возможность определить вероятные виды финансовых рисков, возникающие в процессе деятельности корпораций и оказывающие непосредственное влияние на их конечный финансовый результат, выражающийся, в зависимости от степени влияния, в виде прибыли или убытка.

Количественный анализ позволяет определить или рассчитать величину возникающих в процессе деятельности финансовых рисков.

Традиционно для оценки финансовых рисков используется несколько основных групп методов (табл. 16.3).

Наиболее распространенными методами оценки финансовых рисков корпораций являются: статистический, метод анализа целесообразности затрат, экспертных оценок, расчетно-аналитический, метод аналогий, а также построение матрицы рисков.

Таблица 16.3

Методы оценки финансовых рисков

Группа методов	Особенности проведения оценки	Методы
Методы экспертных оценок	Устанавливается оценочный коэффициент вероятности наступления риска	Метод Дельфи, анализ сценариев, метод статистических испытаний метод Монте-Карло, матрица рисков
Статистические методы	Требуется большой объем информации для проведения расчетов	Расчет дисперсии, стандартного отклонения, коэффициента вариации, вероятности
Метод аналогий	Расчет вероятности риска на основе выявления подобных проектов	Сравнение риска с аналогичными проектами и (или) видами деятельности
Метод анализа целесообразности затрат	Направлен на идентификацию потенциальных зон риска	Расчет чистой приведенной стоимости, внутренней нормы доходности, индекса рентабельности инвестиций
Аналитические методы	Оптимальное значение точки безубыточности на уровне 0,6–0,7	Расчет точки безубыточности

Примечание. Сост. по: *Артамонова Н. А.* Методы оценки предпринимательских рисков // Молодой ученый. 2017. № 22. С. 237; *Гепалова Е. Д.* Методы оценки рисков // E-Scio. 2019. № 7. С. 118–119; *Соболева Ю. П., Полякова Т. В.* Обзор методов оценки рисков предпринимательской деятельности // Таврический научный обозреватель. 2015. № 3-1. С. 34–36.

Статистические методы оценки финансовых рисков включают определение нескольких основных показателей[1]:

1) показатель вероятности наступления того или иного события:

$$P(E) = K / M, \tag{16.1}$$

где P — вероятность события (E); K — количество благоприятных исходов; M — общее количество исходов.

При этом должно соблюдаться условие: $0 < P(E) < 1$, т. е. вероятность измеряется в долях единицы. Например, если $P(E) = 0{,}75$, это

[1] *Киселева И. А., Симонович Н. Е., Егорова Г. Н., Шаповалов Ю. А.* Методы оценки и управления предпринимательскими рисками // Вестник ВГУИТ. 2017. Т. 79. № 2. С. 316.

значит, что вероятность наступления конкретного события составляет 75 случаев из 100 возможных;

2) величина отклонения от прогнозируемого значения (размах вариации) R — разница между максимальным и минимальным значением рассматриваемого фактора;

3) дисперсия; математическое ожидание; коэффициент вариации.

Методом анализа целесообразности затрат выявляются зоны потенциального риска, роста первоначальной стоимости, изменения производительности.

Метод экспертных оценок. Совокупность мнений отобранных в той или иной области экспертов фиксируется в виде ответов на вопросы анкеты (проведение анкетирования) или простого опроса. Данный метод имеет субъективный характер, так как построен на личном восприятии хотя и профессионально подготовленных специалистов, но все же имеющих индивидуальные взгляды на то или иное явление или событие.

Например, можно проводить процедуру метода экспертных оценок следующим образом[1]:

– составить список факторов, которые влияют на результативность деятельности корпорации;

– каждому фактору присвоить соответствующий вес от 0 до 1 — по значимости влияния на риск;

– составить шкалу для оценки факторов (например, пятибалльную, где 1 — отсутствие развития фактора риска; 5 — максимальная вероятность развития фактора риска);

– предложить экспертам оценить каждый фактор в баллах;

– определить значение каждого фактора путем перемножения весового значения и балла;

– полученные значения по каждому фактору от экспертов сложить и получить «надбавку за риск» (или рассчитать средневзвешенное значение всех факторов).

Расчетно-аналитический метод чаще всего выражается в расчете такого показателя, как точка безубыточности, отражающего уровень постоянных и переменных затрат, а также необходимый объем производства и, соответственно, получаемой выручки.

---

[1] *Башкатов В. В., Башкатова В. С., Барсегян А. А.* Сущность предпринимательского риска и показатели, необходимые для его оценки // Научный журнал КубГАУ. 2014. № 100. С. 1058–1062.

Метод аналогий опирается на анализ баз данных уже реализованных сходных проектов — по внешним и внутренним факторам.

Более подробно необходимо остановиться на *методе построения матрицы рисков*.

В общем смысле матрица рисков представляет собой визуализацию вероятности того или иного события и уровня возникающих при этом последствий, а также их сочетания в различных возможных комбинациях (рис. 16.6).

Вероятность	Последствия			
	Незначительные	Допустимые	Критические	Катастрофические
Очень высокая				
Возможная				
Незначительная				
Единичная				

Рис. 16.6. Матрица рисков

Таким образом, происходит измерение уровня вероятности — от минимальной (единичной) до очень высокой, способной вызвать критические последствия. Также измеряются возможные последствия — от незначительных (минимальных) до критических. Сочетание различных уровней вероятности и последствий позволяет ранжировать финансовые риски по степени их значимости.

Выделяются четыре зоны финансовых рисков, попадание в которые делает возможной реализацию разных сценариев[1]:

– IV зона — катастрофический риск (критические финансовые потери, способные обанкротить корпорацию) — на рис. 16.6 зона катастрофического риска — в черном цвете;

– III зона — критический риск (прибыль и вложенные средства оказываются меньше возможных убытков, однако удается избежать банкротства) — на рис. 16.6 зона критического риска — в темно-сером цвете;

– II зона — допустимый риск (бизнес целесообразен с финансово-экономической точки зрения) — на рис. 16.6 зона допустимого риска — в светло-сером цвете;

– I зона — незначительный риск — на рис. 16.6 зона незначительного риска — в белом цвете.

---

[1] *Киселева И. А., Симонович Н. Е., Егорова Г. Н., Шаповалов Ю. А.* Методы оценки и управления предпринимательскими рисками // Вестник ВГУИТ. 2017. Т. 79. № 2. С. 316.

Рассмотрев наиболее часто применяемые методы оценки финансовых рисков корпораций, необходимо отметить, что выбор конкретного метода или их сочетания будет зависеть от внутренних и внешних факторов, нестабильной финансовой среды, тяжести финансовой ситуации при осуществлении корпорацией деятельности и от конкретных управленческих решений.

Вопросы для самопроверки

1. Перечислите методы оценки финансовых рисков.
2. В чем заключаются особенности статистических методов оценки финансовых рисков?
3. Какова сущность метода экспертных оценок?
4. Какова сущность расчетно-аналитического метода?
5. Что представляет собой матрица рисков?

16.4. Взаимосвязь финансовых рисков и финансового результата деятельности корпораций

Для оценки финансовых рисков с целью выявления их взаимосвязи и прогнозирования результата деятельности корпораций применяются методики оценки финансового состояния и расчетных значений вероятности наступления банкротства.

На основе расчетов коэффициентов финансового анализа возможно комплексно оценить риск устойчивости корпорации.

Коэффициенты финансового анализа традиционно делят на четыре блока:

– коэффициенты ликвидности, которые отражают краткосрочную платежеспособность корпорации;

– коэффициенты финансовой устойчивости, которые показывают долгосрочную платежеспособность;

– коэффициенты рентабельности, которые показывают финансовую эффективность;

– коэффициенты деловой активности, отражающие нефинансовую эффективность.

Оценка риска потери платежеспособности корпораций проводится на основе анализа ликвидности активов и баланса (фактор риска — нарушение ликвидности баланса, итог — неспособность своевременно покрывать обязательства активами).

Приближенная оценка проводится методом сравнения активов и пассивов бухгалтерского баланса и состоит из следующих этапов:

1) группировка исходных данных по группам активов и пассивов;

2) ранжирование на группы активов по степени ликвидности;

3) ранжирование на группы пассивов по степени срочности погашения обязательств;

4) оценка средств по активам и пассивам баланса;

5) построение шкалы риска потери платежеспособности корпорации в зависимости от состояния ликвидности баланса.

В табл. 16.4 представлена характеристика групп активов и пассивов необходимых для оценки риска.

Таблица 16.4

Характеристика групп активов и пассивов для оценки риска потери платежеспособности корпораций

АКТИВЫ			
Высоколиквидные активы (А1)	Быстро ликвидные активы (А2)	Медленно ликвидные активы (А3)	Трудно ликвидные активы (А4)
Реализуются за самый короткий срок	Реализуются достаточно быстро	Реализуются медленно, длительно обращаются в деньги	Поддаются реализации с трудом
Деньги, финансовые вложения	Кратковременная дебиторская задолженность	Готовая продукция, сырье, долговременная дебиторская задолженность	Внеоборотные средства
ПАССИВЫ			
Самые срочные обязательства (П1)	Кратковременные обязательства (П2)	Долгосрочные обязательства (П3)	Постоянные пассивы (П4)
Погашаются в первую очередь	Погашаются во вторую очередь	Погашаются после П1 и П2	Используется при банкротстве
Зарплата и текущие налоги	Предоплата поставщикам	Отложенные налоговые обязательства	Собственный капитал

Примечание. Сост. по: *Бадалова А. Г., Пантелеев А. В.* Управление рисками деятельности предприятия. М.: Вузовская книга, 2016. С. 48.

Группы активов и пассивов, представленных в табл. 16.4, сопоставляются, после чего делаются выводы о ликвидности баланса и платежеспособности корпорации.

Нормативом признается следующее соотношение[1]:

$$А1 \geq П1;\ А2 \geq П2;\ А3 \geq П3;\ А4 \leq П4. \qquad (16.2)$$

Представленная в табл. 16.5 шкала оценки риска дает возможность выделить состояние платежеспособности.

Таблица 16.5

Шкала риска потери платежеспособности корпорации (по ликвидности баланса)

Безрисковая зона	Зона допустимого риска	Зона критического риска	Зона катастрофического риска
Абсолютная ликвидность	Нормальная ликвидность	Нарушенная ликвидность	Кризисное состояние
А1 ≥ П1; А2 ≥ П2 А3 ≥ П3; А4 ≤ П4	А1 < П1; А2 ≥ П2 А3 ≥ П3; А4 ≤ П4	А1 < П1; А2 < П2 А3 ≥ П3; А4 ≤ П4	А1 < П1; А2 < П2 А3 < П3; А4 ≤ П4

Примечание. Сост. по: *Сергеев А. Ю., Сергеева И. А.* Оценка рисков. Пенза: Изд-во ПГУ, 2015. С. 7.

Финансовая устойчивость корпорации определяется на основе анализа обеспеченности запасов источниками их формирования.

Абсолютная устойчивость финансового состояния (безрисковая зона), встречающаяся редко, задается системой условий:

а) излишек (+) собственных оборотных средств;

б) излишек (+) долгосрочных источников формирования запасов;

в) излишек (+) общей величины основных источников формирования запасов.

Нормальная устойчивость финансового состояния (зона допустимого риска), гарантирующая платежеспособность корпорации, наблюдается при следующих условиях:

а) недостаток (–) собственных оборотных средств;

б) излишек (+) долгосрочных источников формирования запасов;

в) излишек (+) общей величины основных источников формирования запасов.

Неустойчивое финансовое состояние (зона критического риска) сопряжено с нарушением платежеспособности, при котором, однако, сохраняется возможность восстановления равновесия за счет пополнения реального собственного капитала и увеличения собственных

[1] *Финансовый* менеджмент / под ред. Г. Б. Поляка. М.: Юрайт, 2018. С. 189.

оборотных средств, а также за счет дополнительного привлечения долгосрочных кредитов и заемных средств.

Оно задается условиями:

а) недостаток (–) собственных оборотных средств;

б) недостаток (–) долгосрочных источников формирования запасов;

в) излишек (+) общей величины основных источников запасов.

При кризисном финансовом состоянии (зона катастрофического риска), когда корпорация находится на грани банкротства, наблюдаются:

а) недостаток (–) собственных оборотных средств;

б) недостаток (–) долгосрочных источников формирования запасов;

в) недостаток (–) общей величины основных источников формирования запасов.

Для оценки финансового риска корпораций можно использовать относительные коэффициенты (табл. 16.6). При этом коэффициент текущей ликвидности особенно важен для инвесторов.

Таблица 16.6

Расчет коэффициентов ликвидности

Коэффициент	Формула	Норматив
Коэффициент текущей ликвидности	$К_{тл}$ = Оборотные активы / Краткосрочные обязательства = = стр. 1200 / (стр. 1510 + стр. 1520)	> 2
Коэффициент абсолютной ликвидности	$К_{абл}$ = (Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения) / Краткосрочные обязательства = = стр. 1250 / (стр. 1510 + стр. 1520)	> 0,2
Коэффициент быстрой ликвидности	$К_{бл}$ = (Оборотные активы – Запасы) / Краткосрочные обязательства = = (стр. 1250 + стр. 1240) / (стр. 1510 + стр. 1520)	> 1

Примечание. Сост. по: *Финансовый* менеджмент / под ред. Г. Б. Поляка. М.: Юрайт, 2018. С. 390.

Коэффициенты финансовой устойчивости показывают, как корпорация может рассчитываться с долгами, т. е. в них отражается риск утраты способности погашать обязательства. Выделяют три ключевых коэффициента (табл. 16.7):

– коэффициент автономии (финансовой независимости) дает возможность диагностировать финансовую устойчивость;

– коэффициент капитализации позволяет оценить риск, связанный с инвестициями. Очень высокие значения коэффициента показывают снижение прибыльности;

– коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами связан с финансовой устойчивостью и риском ее потери или снижения.

Таблица 16.7

Расчет коэффициентов финансовой устойчивости

Коэффициент	Формула	Норматив
Коэффициент автономии	$К_{авт}$ = Собственный капитал / Активы = = стр. 1300 / стр. 1600	> 0,5
Коэффициент капитализации	$К_{кап}$ = (Долгосрочные обязательства + Краткосрочные обязательства) / Собственный капитал = = (стр. 1400 + стр. 1500) / стр. 1300	< 0,7
Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	$К_{осос}$ = (Собственный капитал – Внеоборотные активы) / Оборотные активы = = (стр. 1300 – стр. 1100) / стр. 1200	> 0,5

Примечание. Сост. по: *Финансовый* менеджмент / под ред. Г. Б. Поляка. М.: Юрайт, 2018. С. 393.

Риск снижения эффективности управления денежными средствами в корпорации отражают коэффициенты рентабельности (табл. 16.8):

– коэффициент рентабельности активов (ROA) диагностирует риск снижения доходности корпорации, сокращения финансовой отдачи от использования ее активов;

– коэффициент рентабельности собственного капитала (ROE) отражает риск снижения эффективности использования вложенных (инвестированных) в корпорацию средств;

– коэффициент рентабельности продаж (ROS) отражает риск снижения эффективности реализации основной продукции корпорации при росте доли себестоимости.

Таблица 16.8

Расчет коэффициентов рентабельности

Коэффициент	Формула	Норматив
Рентабельность активов (ROA)	ROA = Чистая прибыль / Активы = = стр. 2400 / стр. 1600	> 0

Окончание табл. 16.8

Коэффициент	Формула	Норматив
Рентабельность собственного капитала (ROE)	ROE = Чистая прибыль / Собственный капитал = = стр. 2400 / стр. 1300	> 0
Рентабельность продаж (ROS)	ROS = Чистая прибыль / Выручка = = стр. 2400 / стр. 2110	> 0

Примечание. Сост. по: *Финансовый* менеджмент / под ред. Г. Б. Поляка. М.: Юрайт, 2018. С. 395.

Риск снижения деловой активности при взаимодействии с поставщиками определяется по коэффициентам деловой активности (оборачиваемости) (табл. 16.9):

– коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности позволяет определить риск нарушения взаимодействия с поставщиками;

– коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности используется для определения путей повышения ликвидности и показывает, сколько раз за год (месяц) корпорация погасила долги перед кредиторами;

– коэффициент оборачиваемости запасов показывает эффективность управления запасами, определяя риск затаривания или нехватки товарных и иных ресурсов.

Таблица 16.9

Расчет коэффициентов деловой активности

Коэффициент	Формула	Норматив
Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	$К_{одз}$ = Выручка от продаж / Средняя сумма дебиторской задолженности = = стр. 2110 / (стр. 1230нп + стр. 1230кп) × 0,5	Динамика
Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности	$К_{окз}$ = Выручка от продаж / Средняя величина кредиторской задолженности = = стр. 2110 / (стр. 1520нп + стр. 1520кп) × 0,5	Динамика
Коэффициент оборачиваемости запасов	$К_{оз}$ = Выручка от продаж / Средняя величина запасов = = стр. 2110 / (стр. 1210нп + стр. 1210кп) × 0,5	Динамика

Примечание. Сост. по: *Финансовый* менеджмент / под ред. Г. Б. Поляка. М.: Юрайт, 2018. С. 396.

Анализ методов оценки финансовых рисков корпораций будет неполным без прогнозной оценки вероятности риска банкротства. Для этого используют несколько методик[1].

Пятифакторная Z-модель Э. Альтмана предназначена для различных субъектов хозяйствования.

$$Z = 1{,}2X_1 + 1{,}4X_2 + 3{,}3X_3 + 0{,}6X_4 + X_5, \qquad (16.3)$$

где X_1 = Оборотный капитал / Активы ((стр. 1200 − стр. 1500) / стр. 1600); X_2 = Нераспределенная (чистая) прибыль / Активы (стр. 2400 / стр. 1600); X_3 = Операционная прибыль / Активы (стр. 2300 / стр. 1600); X_4 = Рыночная стоимость акций / Обязательства (стр. 1400 / стр. 1500); X_5 = Выручка / Активы (стр. 2110 / стр. 1600).

При $Z > 2{,}9$ — зона финансовой устойчивости («зеленая» зона).

При $1{,}8 < Z < 2{,}9$ — зона неопределенности («серая» зона).

При $Z < 1{,}8$ — зона финансового риска («красная» зона).

Э. Альтман также предложил вариант формулы для корпораций, которые не выпускают акции:

$$Z = 0{,}717X_1 + 0{,}847X_2 + 3{,}107X_3 + 0{,}42X_4 + 0{,}995X_5, \qquad (16.4)$$

где X_4 = Балансовая стоимость собственного капитала / Заемный капитал.

«Пограничное» значение здесь $Z = 1{,}23$.

Еще одна известная модель прогноза риска банкротства — это модель Р. Таффлера:

$$Z = 0{,}53X_1 + 0{,}13X_2 + 0{,}18X_3 + 0{,}16X_4, \qquad (16.5)$$

где X_1 = Прибыль от реализации / Краткосрочные обязательства; X_2 = Оборотные активы / Сумма обязательств; X_3 = Краткосрочные обязательства / Сумма активов; X_4 = Выручка / Сумма активов.

Если величина $Z > 0{,}3$, это говорит о том, что корпорация имеет низкий риск банкротства; если меньше 0,2, то риск банкротства более чем вероятен.

Алгоритм анализа финансовых рисков корпораций включает в себя ряд этапов (рис. 16.7).

---

[1] *Васин С. М., Шутов В. С.* Управление рисками на предприятии. М.: КноРус, 2016. С. 140; *Ивасенко А. Г., Никонова Я. И., Каркавин М. В.* Антикризисное управление. М.: КноРус, 2013. С. 228.

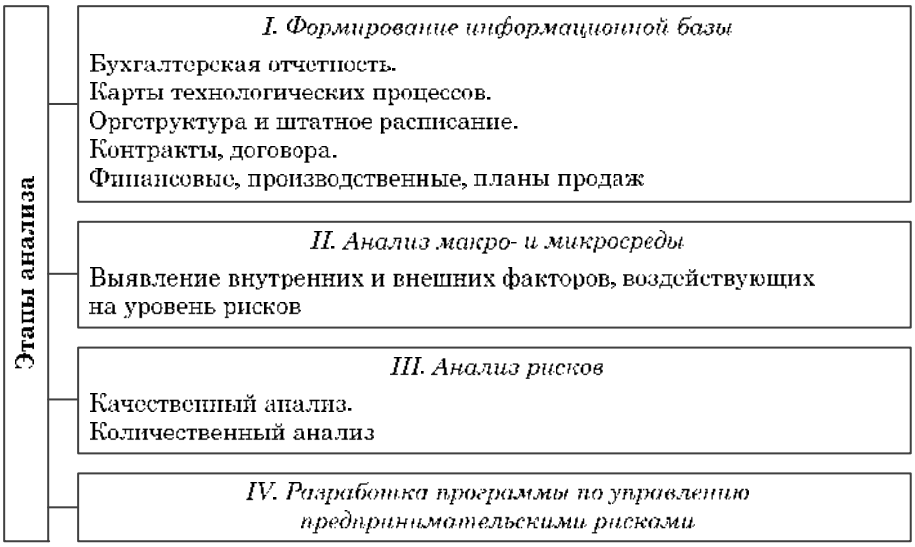

Рис. 16.7. Основные этапы анализа финансовых рисков корпораций[1]

Таким образом, существует прямая взаимосвязь между методами оценки финансовых рисков корпораций и динамикой коэффициентов по результатам анализа их деятельности, что позволяет упредить самые серьезные финансовые риски, в том числе риск банкротства.

Вопросы для самопроверки

1. Какие четыре группы коэффициентов позволяют провести диагностику финансового состояния корпораций?
2. Что отражают коэффициенты ликвидности? В чем экономический смысл коэффициентов рентабельности?
3. Перечислите коэффициенты финансовой устойчивости корпораций.
4. В чем отличие пятифакторной модели Э. Альтмана от модели прогноза риска банкротства Р. Таффлера?
5. Охарактеризуйте сущность и содержание этапов анализа финансовых рисков корпораций.

[1] Сост. по: *Кундакова Л., Темирбаева Г.* Риски предприятия: методы оценки, анализ и управление. URL: https://articlekz.com/article/20141.

Литература по теме

Байербах А. Г. Некоторые подходы к определению сущности и классификации экономических рисков // Экономика и бизнес: теория и практика. 2020. № 2-1. С. 17–21.
Воронцовский А. В. Управление рисками. М.: Юрайт, 2016. 414 с.
Денежное хозяйство предприятий: учебник / М. С. Марамыгин, Л. И. Юзвович, Е. Г. Шеина и др.; под общ. ред. М. С. Марамыгина. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2018. 359 с.
Паюсов А. А., Шеина Е. Г. Финансовый механизм трансфертного ценообразования промышленных корпораций в целях минимизации рисков. Екатеринбург: ЮНИКА, 2019. 200 с.
Рахитикова Н. А. Анализ и управление рисками организации. М.: ИНФРА-М, 2021. 248 с.
Финансовый менеджмент: учебник / под ред. Г. Б. Поляка. М.: Юрайт, 2018. 456 с.
Шеина Е. Г., Астанакулов О. Т. Управление финансовыми рисками в инвестиционной деятельности стартапов. New York: National Research, 2020. 164 с.

Основные термины

Предпринимательский риск — риск, возникающий и сопутствующий ведению предпринимательской деятельности, связанной с производством продукции, реализацией товаров и предоставлением услуг; товарно-денежными и финансовыми операциями; коммерцией, осуществлением научно-технических проектов.

Неопределенность — важнейшая черта риска. Субъекты принимают решения, исходя из того, что приходится выбирать направление действий из нескольких возможных вариантов, результат осуществления которых сложно предсказать.

Устранимая неопределенность — ситуация, при которой информация для принятия решения находится в свободном доступе, требуется только собрать ее, обработать и грамотно применить.

Неустранимая неопределенность — ситуация, которая базируется на факторах, неизвестных к настоящему времени, которые могут проявить себя непосредственно при развитии рисковой ситуации.

Управление рисками — совокупность системно организованных процедур по достижению величины риска в определенных пределах. Основными методами управления предпринимательским риском являются передача риска, его избежание, принятие, снижение уровня риска.

Уклонение от риска — включает более тщательный отбор контрагентов, а также отказ от рисковых операций, участия в инвестиционных проектах,

предполагающих длительные финансовые вложения с высокой степенью неопределенности.

Локализация при управлении риском — действия, приводящие к уменьшению ущерба путем выделения наиболее рисковых активов и придания им полной автономии (финансовой, управленческой и пр.).

Диссипация риска — действия по рассеиванию риска, т. е. его преобразование из крупного в более мелкие риски или перераспределение риска между заинтересованными сторонами.

Финансовый риск — вероятность возникновения события в процессе осуществления корпорацией предпринимательской деятельности, влекущего за собой потерю финансовых ресурсов (капитала) и отклонение финансового результата от плановых показателей и средних значений за предшествующий период времени на разных стадиях ее жизненного цикла.

Риск неоптимальности источников финансирования — заключается в том, что стоимость денежного капитала, привлеченного для финансирования основной и инвестиционной деятельности, становится выше рентабельности, которой может достичь корпорация.

Кредитный риск — снижение возможности или ее полное отсутствие погасить свои обязательства по заемным ресурсам.

Инвестиционный риск — вероятность финансовых потерь в результате возникновения ситуации неопределенности в процессе инвестирования.

Риск неплатежеспособности — заключается в отсутствии возможности своевременно и в полном объеме расплачиваться по своим обязательствам в результате возникновения неблагоприятного события.

Валютный риск — возникновение неблагоприятного события, повлекшего отрицательный финансовый результат деятельности корпорации вследствие курсовой разницы покупки-продажи иностранной валюты при осуществлении деятельности.

Ценовой риск — возможность финансовых потерь в результате непредвиденных изменений рыночной цены контракта.

Риск снижения эффективности использования оборотного капитала — выражается в увеличении финансового цикла в связи с накоплением безнадежных долгов, наличием больших остатков запасов сырья, увеличением незавершенного производства и нереализованной готовой продукции.

Риск увеличения затрат корпорации — ведет к возможной потере прибыли; может возникнуть из-за отсутствия прогноза увеличения затрат (например, на энергоносители) или процентов по кредиту либо в целом из-за неэффективной системы управления затратами в корпорации.

Риск потери прибыли — может привести к ее снижению или получению убытков вследствие увеличения затрат и (или) снижения выручки компании.

Риск утраты ликвидности — заключается в превышении выплат над поступлениями денежных средств корпорации, а также в уменьшении соб-

ственных оборотных средств и наметившейся тенденции увеличения задолженности по краткосрочным кредитам.

Риск банкротства корпорации — возникает при неправильных управленческих решениях, что влечет за собой появление одного или совокупности разновидностей финансового риска.

Метод экспертных оценок — фиксирует совокупность мнений отобранных в той или иной области экспертов в виде ответов на вопросы анкеты или простого опроса.

Статистические методы оценки финансовых рисков — заключаются в исследовании статистики доходов и расходов компании для установления вероятности события и определения величины риска, а также в расчете дисперсии, стандартного отклонения, коэффициента вариации.

Метод аналогий — сравнение баз данных уже реализованных сходных проектов по внешним и внутренним факторам.

Метод анализа целесообразности затрат — заключается в идентификации потенциальных зон риска, а также в определении вероятного перерасхода средств в связи с изначально неверной оценкой стоимости в сравнении с проектом.

Расчетно-аналитические методы оценки финансовых рисков — заключаются в изучении, сравнении и выявлении взаимосвязей и взаимозависимости между различными финансово-экономическими показателями; чаще всего выражаются в расчете такого показателя, как точка безубыточности, отражающего уровень постоянных и переменных затрат, а также необходимый объем производства и, соответственно, получаемой выручки.

Матрица рисков — соотношение степени тяжести последствий предполагаемого события и вероятности его наступления.

17 Корпорация на рынке слияний и поглощений

17.1. Процессы рынка корпоративного контроля

Компании функционируют, как правило, без указания срока своего существования, за исключением тех форм корпоративных структур, которые созданы на договорной основе. Естественно, что в процессе своей деятельности они стараются использовать те формы и варианты, которые будут наиболее эффективными и позволят, в зависимости от реализуемой модели корпоративного управления (инсайдерской или аутсайдерской), обеспечивать развитие бизнеса, рост стоимости компании, удовлетворение интересов стейкхолдеров или увеличивать благосостояние собственников при росте рыночной стоимости компании. Эти процессы могут происходить как в рамках одной бизнес-единицы, при формировании интегрированных бизнес-структур, так и при дезинтеграции компаний на отдельные, не связанные или слабо связанные между собой бизнесы.

В российском законодательстве существуют термины, характеризующие процессы рынка корпоративного контроля:

– слияние;
– присоединение;
– разделение;
– выделение;
– преобразование.

Все их можно объединить термином «процессы, связанные с реорганизацией корпораций». При этом следует помнить, что процессы реорганизации должны обеспечивать интересы компании в целом и защиту прав и законных интересов отдельных групп участников корпорации.

Рассмотрим эти процессы более подробно.

Начнем с понятий, характеризующих интеграционные процессы в бизнесе:

– *слияние* — это возникновение нового юридического лица, нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ. Компании, участвующие в процессе слияния, ликвидируются;

– *присоединение* — это прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому. На практике зачастую складывается ситуация, когда необходимо сохранить статус юридического лица одной из компаний, участвующих в интеграционном процессе, поскольку это связано, например, с известностью присутствия в отраслевом сегменте рынка и необходимостью сохранения товарного бренда. Присоединение влечет за собой ликвидацию тех обществ, которые присоединяются.

Сначала исполнительные органы компании вносят предложение о необходимости ее реорганизации, которое будет рассмотрено на заседании совета директоров, и выносится предварительное решение. Оно, свою очередь, должно получить одобрение общего собрания акционеров. В случае слияния это будет собрание акционеров вновь созданной компании. В случае присоединения — собрание акционеров той компании, к которой произошло присоединение, но в новом составе. На общем собрании акционеров утверждаются учредительные документы и формируются органы управления компанией.

В табл. 17.1 приведены основные отличия слияний от присоединений.

Таблица 17.1

Основные различия понятий «слияние» и «присоединение»

Признак	Слияние	Присоединение
Общества, участвующие в реорганизации	Ликвидируются	Ликвидируются за исключением общества, к которому осуществляется присоединение
Образование нового юридического лица	Происходит	Не происходит
Права и обязательства обществ, участвующих в реорганизации	Передаются новому обществу	Передаются обществу, к которому осуществляется присоединение
Основные документы, определяющие условия реорганизации	Договор о слиянии, передаточный акт	Договор о присоединении, передаточный акт

Окончание табл. 17.1

Признак	Слияние	Присоединение
Сделки с акциями обществ, участвующих в реорганизации	Акции конвертируются в акции нового общества	Акции конвертируются в акции общества, к которому осуществляется присоединение

Примечание. Сост. по: *Мецгер А. А., Первушина А. В.* Корпоративное управление: учеб. пособие для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. Екатеринбург: Гуманитарный ун-т, 2011. С. 675.

К понятиям, характеризующим дезинтеграционные процессы в бизнесе, относятся:

– *разделение* — прекращение деятельности общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым компаниям. В этом случае материнская компания преобразуется в новые независимые юридические лица с передачей им всех своих активов и пассивов;

– *выделение* — создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей. Материнская компания продолжает свое функционирование, и часть акционеров может получить взамен своей доли акций в материнской компании долю в новой компании.

В табл. 17.2 приведены основные различия разделений и выделений.

Таблица 17.2

Основные различия понятий «разделение» и «выделение»

Признак	Разделение	Выделение
Реорганизуемое общество	Ликвидируется	Сохраняется
Права и обязанности реорганизуемого общества	Полностью передаются новым (создаваемым) обществам	Частично передаются новому (создаваемому) обществу
Основные документы, определяющие условия реорганизации	Разделительный баланс; решение об условиях разделения; решение о создании новых обществ;	Разделительный баланс; решение об условиях выделения; решение о создании нового общества (новых обществ); решение о конвертации акций

Окончание табл. 17.2

Признак	Разделение	Выделение		
	решение о конвертации акций			
Сделки с акциями в процессе реорганизации	Акции реорганизуемого общества конвертируются в акции новых (создаваемых) обществ и погашаются	Возможные варианты		
		Акции реорганизуемого общества конвертируются в акции новых (создаваемых) обществ и погашаются	Акции новых (создаваемых) обществ распределяются среди акционеров реорганизуемого общества	Акции новых (создаваемых) обществ приобретаются реорганизуемым обществом

Примечание. Сост. по: *Мецгер А. А., Первушина А. В.* Корпоративное управление: учеб. пособие для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. Екатеринбург: Гуманитарный ун-т, 2011. С. 676.

Последовательность действий по дезинтеграционной реорганизации компании аналогична процессам интеграционной реорганизации.

Мы уже сказали, что реорганизация компании может быть осуществлена в рамках ее границы. Компания изменяет организационно-правовую форму общества, перестает быть акционерным обществом. Формально ее имущество, права и обязанности передаются вновь созданному юридическому лицу. Такой процесс называется *преобразованием*. В соответствии с российским законодательством акционерное общество может быть преобразовано в коммерческие организации (общество с ограниченной ответственностью (ООО) или производственный кооператив) и некоммерческие организации (некоммерческое партнерство). В первом случае на собрании акционеров должен быть утвержден порядок обмена акций на доли в ООО или паи в кооперативе, а те акционеры, которые не голосовали на собрании акционеров или голосовали против реорганизации, имеют право на выкуп обществом всех или части принадлежащих им акций. Во втором случае также должен быть определен порядок получения части стоимости имущества членом партнерства при выходе из него, а решение о преобразовании акционерного общества в некоммерческое партнерство должно быть принято на собрании акционеров единогласно.

На рынке корпоративного контроля следует разграничивать уровни приобретаемого собственниками контроля.

При наличии единственного собственника (владение 100 % уставного капитала) либо при приобретении имущественного комплекса в целом речь идет о *полном корпоративном контроле*. При наличии нескольких собственников — о *частичном корпоративном контроле*, который в зависимости от уровня влияния собственников на принятие решений относительно деятельности компании подразделяется на пять групп:

1) *простой* частичный корпоративный контроль — доля голосующих акций не более 25 % уставного капитала;

2) *блокирующий* частичный корпоративный контроль — доля голосующих акций более 25 %, но менее 50 % уставного капитала;

3) *равноправный* частичный корпоративный контроль — доля голосующих акций 50 % уставного капитала;

4) *преобладающий* частичный корпоративный контроль — доля голосующих акций более 50 %, но менее 75 % уставного капитала;

5) *доминирующий* частичный корпоративный контроль — доля голосующих акций от 75 до 100 % уставного капитала[1].

Заметим, что термин «поглощение» в российском законодательстве отсутствует, однако в экономической литературе и на практике применяется достаточно широко. Понятия «слияние» и «поглощение» довольно часто используются как синонимы, так как данные сделки имеют общую экономическую природу, подразумевающую смену контроля над компанией.

В соответствии с подходами к толкованию данных терминов зарубежных исследователей можно разделить на две группы. К первой группе можно отнести таких авторов, как Д. Депамфилис, П. Гохан, Р. Брейли и С. Майерс и др., которые видят, хоть и незначительное, но различие между этими двумя понятиями. Под слияниями подразумевается общепринятое в зарубежной литературе объединение компаний, в результате которого из всех участвующих сторон выживает лишь одна, тогда как остальные прекращают свое существование[2]. Отличие понятия «поглощение» состоит в том, что число участников до и после завершения сделки не меняется. К поглощениям они отно-

---

[1] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2017. С. 112.

[2] *Гохан П.* Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. 4-е изд. М.: Альпина Паблишер, 2014. С. 21; *Депамфилис Д.* Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007. С. 7.

сят также сделки по приобретению всех или части активов компании-цели.

Ко второй группе зарубежных авторов можно отнести С. Ф. Рида, А. Р. Лажу, С. Брэгга и др., которые предпочитают употреблять единое словосочетание. При этом понятие «слияния и поглощения» включает и другие формы реструктуризации компаний, в числе которых выкуп за счет заемных средств (LBO), приобретение отдельных частей бизнеса, стратегическое участие в капитале и иные сделки, подразумевающие переход контроля от одного собственника к другому, а также изменение структуры собственности.

Подходы российских исследователей также можно разделить на две группы. Первая группа авторов, к которым относятся М. Г. Ионцев, Ю. В. Игнатишин, А. Д. Радыгин, Р. Энтов и др., рассматривает сделки по слияниям отдельно от сделок, связанных с поглощением компаний. Надо сказать, что само понятие сделок слияний и поглощений в российском законодательстве и в западной юридической практике не совпадают. Так, согласно ст. 16 Федерального закона от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением деятельности последних. В зарубежной литературе данному определению соответствует понятие «консолидация».

Упомянутое нами и используемое в мировой практике определение слияния как объединения двух корпораций, в котором выживает только одна из них, а другая прекращает свое существование, в России понимается как «присоединение». В ст. 17 Федерального закона «Об акционерных обществах» прямо говорится, что присоединением общества признается прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу.

Вторая группа российских исследователей, в числе которых Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова, А. Е. Молотников, С. В. Гвардин, И. Н. Чекун и др., рассматривает термин «слияния и поглощения» как единое словосочетание (аналогично зарубежному пониманию) для обозначения всех сделок по приобретению и продаже активов, в результате которых происходит переход контроля над деятельностью компании-цели[1].

---

[1] *Решетникова Т. В., Валиева Ф. И.* Генезис понятия «слияния и поглощения» в миронаучном знании // Известия Уральского государственного горного университета. 2017. № 3 (47). С. 93–96.

Позиция авторов учебника состоит в том, что целесообразно использовать единый термин «слияния и поглощения». Тогда, учитывая подходы зарубежных и отечественных авторов, определение будет иметь вид: *слияния и поглощения — это множественность сделок между хозяйствующими субъектами, в результате которых происходит смена собственника, объединение компаний для дальнейшего функционирования под эгидой компании — инициатора сделки либо переход контрольного пакета акций от одной из сторон сделки к другой*[1].

Некоторые российские авторы предлагают различать два вида слияний: слияние форм и слияние активов. Так, с точки зрения Ю. В. Игнатишина, процессы слияния форм и активов выглядят следующим образом (рис. 17.1 и 17.2).

Рис. 17.1. Процесс слияния форм[2]

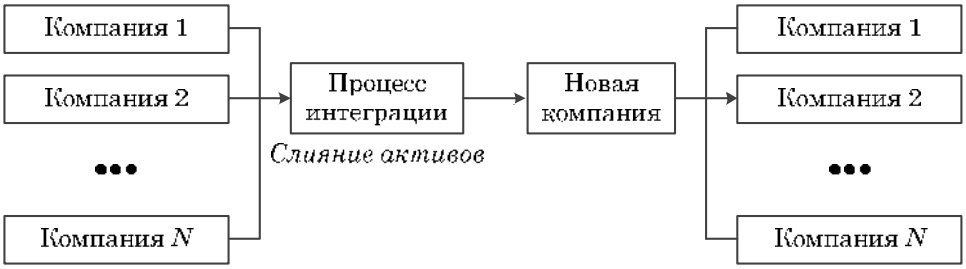

Рис. 17.2. Процесс слияния активов[3]

---

[1] *Решетникова Т. В., Валиева Ф. И.* Генезис понятия «слияния и поглощения» в миронаучном знании // Известия Уральского государственного горного университета. 2017. № 3 (47). С. 93–96.

[2] *Игнатишин Ю. В.* Слияния и поглощения. Стратегия, тактика, финансы. СПб.: Питер, 2005. С. 31.

[3] Там же.

Под *слиянием форм* подразумевается простой вид слияния, установленный в законодательстве.

Слияние активов характеризуется осуществлением процесса интеграции на базе вновь организуемой компании с передачей собственниками компаний-участниц в качестве вклада в уставный капитал прав контроля над своими компаниями, при этом их организационно-правовая форма и вид деятельности сохраняются.

В зарубежной литературе *поглощением компании* называется процесс приобретения покупателем всех или части активов продающей стороны или ее бизнеса, когда обе стороны сделки активно способствуют ее совершению[1]. Поглощение может предполагать такую покупку активов или акций другой фирмы, в результате которой, будучи поглощенной, она продолжит свое существование в качестве дочерней фирмы поглощающей компании[2]. Иногда термин «поглощение» относится только к враждебным сделкам, в других случаях он используется для обозначения как дружественных, так и недружественных слияний[3].

В российских публикациях чаще всего встречается точка зрения, в соответствии с которой слияние следует рассматривать как дружественное поглощение.

Вопросы для самопроверки

1. Дайте определение и назовите общие черты интеграционных процессов на рынке корпоративного контроля.
2. Дайте определение и назовите различия между дезинтеграционными процессами на рынке корпоративного контроля.
3. В каких случаях реорганизация компании осуществляется в рамках ее границ? В какие организационно-правовые формы может быть преобразовано акционерное общество в соответствии с российским законодательством?
4. Охарактеризуйте уровни корпоративного контроля.
5. В чем принципиальное различие между слиянием форм и слиянием активов?

---

[1] *Брэгг С.* Слияния и поглощения: практическое руководство. М.: Маросейка, 2010. С. 15.

[2] *Депамфилис Д.* Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007. С. 6.

[3] *Гохан П.* Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. 4-е изд. М.: Альпина Паблишер, 2014. С. 22.

17.2. Мотивы и классификация слияний и поглощений

Основным фактором, существенно влияющим на процессы слияний и поглощений, являются мотивы их реализации. Относительно причин, по которым две или несколько компаний объединяются, в экономической литературе существует значительное количество точек зрения. В табл. 17.3 систематизированы подходы российских и зарубежных исследователей к причинам, вызывающим интеграционные процессы в экономике.

Таблица 17.3

Систематизация точек зрения российских и зарубежных ученых на мотивы слияний и поглощений компаний

Автор	Мотивы слияний и поглощений
Молотников А. Е. [Слияния и поглощения. Российский опыт. М.: Вершина, 2006. С. 47–50]	Усиление контроля над активами, принадлежащими дочерним предприятиям; снижение внутренних издержек; повышение капитализации компании и ее инвестиционной привлекательности; снятие рисков, связанных с незаконным выводом прибыли из дочерних компаний; создание положительного имиджа компании
Игнатишин Ю. В. [Слияния и поглощения. Стратегия, тактика, финансы. СПб.: Питер, 2005. С. 43–60]	Синергетический эффект; теория агентских издержек и гордыни; операционные мотивы; финансовые мотивы; стратегические мотивы
Бегаева А. А. [Корпоративные слияния и поглощения: проблемы и перспективы правового регулирования. М.: Инфотропик Медиа, 2010. С. 13]	Возможность достижения синергетического эффекта; стремление повысить качество и эффективность управления; диверсификация бизнеса; asset-stripping — покупка компании для последующей распродажи ее по частям с целью извлечения прибыли; налоговые мотивы; личные мотивы управляющих — расширение бизнеса, статуса, власти; стремление к завоеванию большей доли рынка; повышение эффективности производства
Гвардин С. В., Чекун И. Н. [Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России. СПб.: Питер, 2007. С. 25]	Увеличение присутствия компании на рынке (стремление к монополизации); выход на фондовый рынок (проведение IPO); диверсификация бизнеса; спекулятивные операции

Продолжение табл. 17.3

Автор	Мотивы слияний и поглощений
Мазур И. И., Шапиро В. Д. [Корпоративный менеджмент / под общ. ред. И. И. Мазура, В. Д. Шапиро. М.: ОМЕГА-Л, 2008. С. 446–453]	Получение синергетического эффекта; повышение качества управления и устранение неэффективности; налоговые мотивы; диверсификация производства, возможность использования избыточных ресурсов; разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения; разница между ликвидационной и текущей рыночной стоимостью; личные мотивы менеджеров, стремление увеличить политический вес руководства компании
Рой Л. В., Третьяк В. П. [Анализ отраслевых рынков. М.: ИНФРА-М, 2008. С. 148]	Предположение об усилении рыночной власти фирмы; расчет на сокращение рекламных и иных расходов на стимулирование сбыта; расчет на выигрыш от синергии
Самылин А. И. [Корпоративные финансы. М.: ИНФРА-М, 2014. С. 412]	Синергетическая теория; агентская теория; теория гордыни
Гохан П. [Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. 4-е изд. М.: Альпина Паблишер, 2014. С. 149–205]	Рост; синергия (операционная и финансовая); диверсификация (рост компании за пределы своей отрасли); экономические мотивы (горизонтальная и вертикальная интеграция); высокомерие руководства компании-покупателя; улучшение управления; улучшение системы распределения; улучшение НИОКР; налоговые мотивы
Зуб А. Т. [Управление стратегическими изменениями в организациях. М.: Форум: ИНФРА-М, 2015. С. 297–301]	Оборонительные мотивы: ожидаемый эффект от масштаба производства; поддержание цены; устранение конкуренции; достижение роста; приобретение управления; приобретение преимуществ в патентной, исследовательской и других сферах); обеспечение стабильных поставок; контроль поставок конкурентов; защита рынков сбыта; ограничение конкуренции и контроль цен; распределение делового риска; уменьшение циклической нестабильности; замена вида деятельности, переживающего спад.

Окончание табл. 17.3

Автор	Мотивы слияний и поглощений
	Наступательные мотивы: политика агрессивного роста; освобождение от активов; финансовые возможности; личные обстоятельства
Рудык Н. Б., Семенкова Е. В. [Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. М.: Финансы и статистика, 2000. С. 43–59]	Синергетическая теория; теория агентских издержек свободных потоков денежных средств; теория гордыни
Брэгг С. [Слияния и поглощения: практическое руководство. М.: Маросейка, 2010. С. 15–18]	Модель бизнеса компании-цели; оборона; компенсация руководства; интеллектуальная собственность компании-цели; альтернатива внутреннему развитию (необходимость в поиске замещающих продуктов); рост рынка; каналы продаж компании-цели; вертикальная интеграция
Депамфилис Д. [Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007. С. 24–36]	Синергия (операционная и финансовая); диверсификация; рыночное могущество; корректировка стратегии (быстрое приобретение возможностей, необходимых в новых условиях); самоуверенность управляющих; покупка недооцененных активов; неудачное управление / проблема агентских отношений (замена управляющих, действующих вразрез с интересами собственников); «менеджеризм»; налоговые соображения

Систематизация и изучение подходов к вопросам, связанным с определением мотивов слияний и поглощений, позволяют нам из разнообразия формулировок выделить те, которые наиболее часто встречаются в трудах российских и зарубежных авторов:

– синергетический эффект;
– усиление рыночной мощи;
– рост компании;
– диверсификация;

– повышение эффективности управления;

– личные мотивы менеджеров.

Синергетический эффект рассматривается как совокупный результат взаимодополняющего действия активов двух или нескольких компаний, который превышает суммарный итог отдельно работающих на рынке структур, Стремление получить синэнергетический эффект можно считать основным мотивом при реализации сделок по слиянию. Результатом синергии должно стать повышение капитализации компании и ее инвестиционной привлекательности для потенциальных владельцев.

Выделяют операционную и финансовую синергию.

Операционная синергия включает:

– экономию за счет увеличения масштабов деятельности;

– экономию операционных издержек (эффект агломерации);

– эффект комбинирования взаимодополняющих ресурсов;

– экономию затрат на проведение НИОКР.

Финансовая синергия подразумевает:

– мобилизацию финансовых ресурсов участников сделки;

– снижение затрат на финансирование;

– финансовую экономию за счет снижения трансакционных издержек;

– налоговые соображения[1].

Мотив усиления рыночной мощи, рассматриваемый С. В. Гвардиным и И. Н. Чекуном, определяется стремлением компании достичь монопольного положения на рынке посредством слияний горизонтального типа. Он может проявляться через:

– увеличение производственных мощностей;

– расширение рынка сбыта;

– географическое присутствие;

– усиление конкурентных преимуществ (вхождение в бизнес конкурента);

– приобретение активов, задействованных в производственном процессе, с целью оптимизации производства, ценообразования и защиты от конкурентов.

Однако следует иметь в виду, что такие слияния могут быть ограничены антимонопольным законодательством[2].

---

[1] *Бегаева А. А.* Корпоративные слияния и поглощения: проблемы и перспективы правового регулирования. М.: Инфотропик Медиа, 2010. С. 31.

[2] *Гвардин С. В., Чекун И. Н.* Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России. СПб.: Питер, 2007. С. 25.

Эти же авторы выделяют мотив, связанный с возможностью выхода корпорации на фондовый рынок посредством проведения IPO, вследствие чего могут быть достигнуты:

– увеличение капитализации;

– публичность (приобретение компании с более известным брендом);

– покупка компании, чьи ценные бумаги имеют листинг на биржевом рынке.

Рост компании посредством сделок слияний и поглощений может служить побудительным мотивом в том случае, когда проще и с меньшими затратами купить функционирующую компанию, чем осуществить строительство новой, тем более если речь идет о компании, находящейся под юрисдикцией иностранного государства. Основное преимущество в этом случае видится в сокращении временного периода осуществления сделки.

Существенным мотивом проведения сделки по слиянию выступает *диверсификация бизнеса*. Она включает перераспределение свободных денежных средств в ликвидные и перспективные активы и формирование вертикальной и горизонтальной структуры бизнеса.

Мотивом к осуществлению слияния может служить *стремление к повышению эффективности управления*. Эффективный менеджмент, адекватная система корпоративного управления в компании существенно повышают ее стоимость, поэтому поглощение компании, которая недооценена рынком по причине неэффективного управления, может дать неплохие результаты[1].

Личные мотивы менеджеров. Решения по сделкам слияний и поглощений компаний принимаются с учетом их экономической целесообразности, однако на практике есть примеры, когда при принятии решений превалируют личные мотивы менеджеров. В гл. 10 были рассмотрены вопросы, связанные с желанием топ-менеджеров укрепить власть, повысить свой статус, увеличить собственные доходы, что непосредственно связано с размерами корпорации.

И. И. Мазур и В. Д. Шапиро обращают внимание на наличие спекулятивных мотивов слияний и поглощений:

– приобретение активов, имеющих недооцененную рыночную стоимость;

---

[1] *Рудык Н. Б., Семенкова Е. В.* Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. М.: Финансы и статистика, 2000. С. 13.

– формирование добавочной стоимости для дальнейшей продажи потенциальному или стратегическому инвестору;

– приобретение компаний, обладающих ликвидной коммерческой недвижимостью;

– создание пула активов с целью дальнейшей их спекулятивной продажи.

Кроме того, с их точки зрения, помимо традиционных мотивов интеграции могут встречаться и *специфические*. Так, слияния для российских компаний представляют собой один из немногих способов противостояния экспансии на российский рынок более мощных западных конкурентов. Зачастую компании руководствуются принципом «поглотить, чтобы не быть поглощенным»[1].

Российский исследователь А. Т. Зуб предлагает разделять мотивы слияний и поглощений на *оборонительные*, когда намерение собственников или топ-менеджеров компании состоит в том, чтобы защитить компанию от неблагоприятных рыночных условий или «хищников», стремящихся осуществить враждебное поглощение, и *наступательные*, когда их намерение состоит в том, чтобы воспользоваться преимуществами от выявленных слабостей других компаний отрасли.

На рис. 17.3 представлена классификация оборонительных и наступательных мотивов для горизонтальной и вертикальной интеграции.

В целях повышения эффективности сделки и получения желаемого результата первым шагом компании должно быть определение типа предстоящей сделки. На рис. 17.4 представлены основные виды слияний и поглощений в соответствии с теми признаками классификации, которые можно встретить в трудах отечественных и зарубежных авторов.

В зависимости от *характера интеграции* компаний выделяют следующие виды:

– *горизонтальные слияния* — происходят между корпорациями, работающими в одном сегменте рынка (в одной отрасли) и специализирующимися на производстве сходной продукции или оказании сходных услуг.

Цели, которые преследует корпорация-покупатель:

1) увеличение своего сегмента рынка;

2) концентрация ресурсов в производстве продукта;

3) вытеснение с рынка конкурирующих корпораций.

---

[1] *Корпоративный* менеджмент / под общ. ред. И. И. Мазура, В. Д. Шапиро. М.: ОМЕГА-Л, 2008. С. 453.

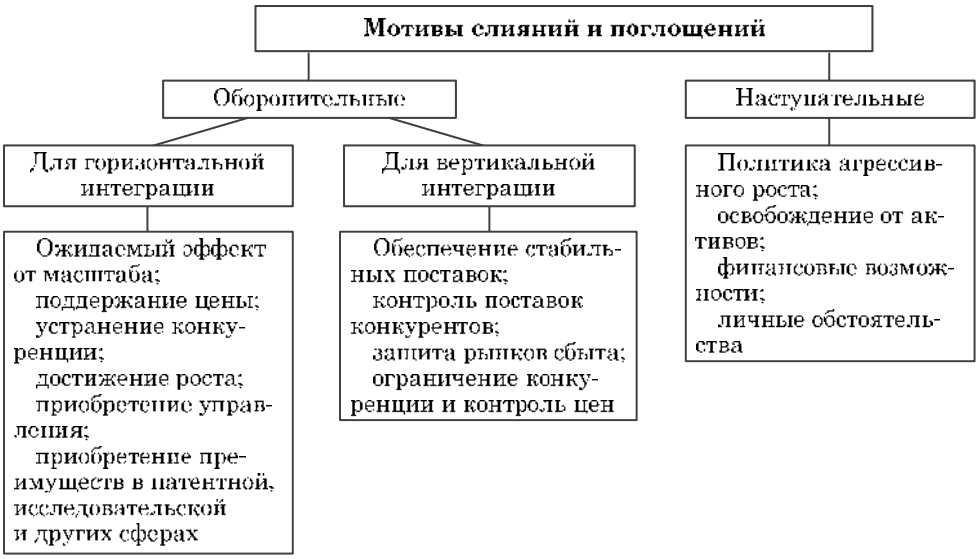

Рис. 17.3. Классификация мотивов слияний и поглощений[1]

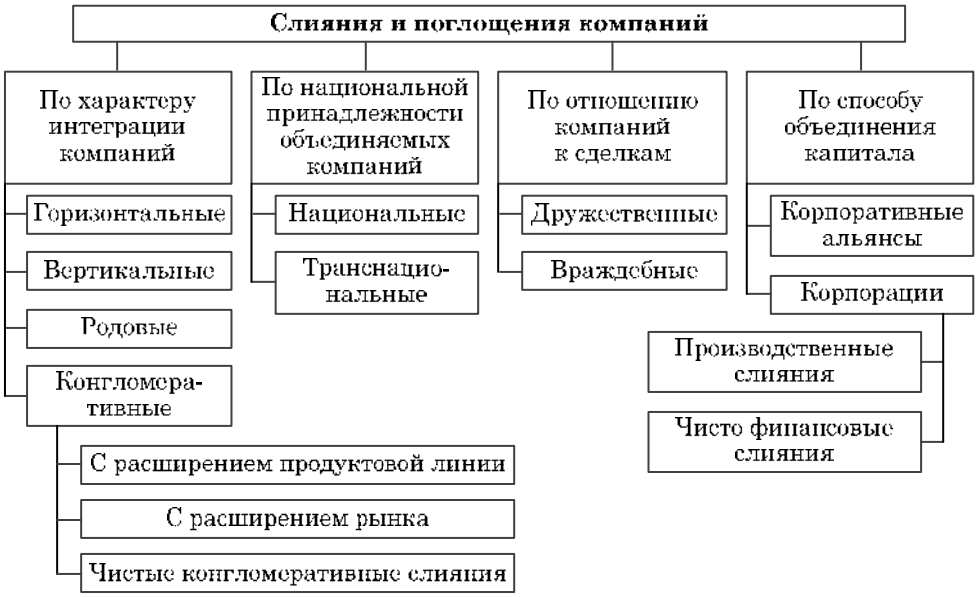

Рис. 17.4. Классификация типов слияний и поглощений[2]

---

[1] Сост. по: *Зуб А. Т.* Управление стратегическими изменениями в организациях. М.: ИД Форум: ИНФРА-М, 2015. С. 297–301.

[2] Сост. по: *Корпоративный* менеджмент / под общ. ред. И. И. Мазура, В. Д. Шапиро. М.: ОМЕГА-Л, 2008. С. 442–445.

Класс горизонтальных слияний подразделяется на два подкласса:

а) расширяющие географию рынка сбыта корпорации-покупателя;

б) расширяющие производственный ассортимент корпорации-покупателя;

– *вертикальные слияния* — объединение компаний разных отраслей, связанных технологическим процессом производства готового продукта.

Также подразделяются на два подкласса:

а) слияние на стадию вниз (назад), т. е. расширение компанией-покупателем своей деятельности на предыдущие производственные стадии вплоть до источников сырья;

б) слияние на стадию вверх (вперед), т. е. расширение компанией-покупателем своей деятельности на последующие стадии — до конечного потребителя;

– *родовые (параллельные) слияния* — объединение компаний, выпускающих взаимосвязанные товары (другое название, встречающееся в литературе — *родственные (концентрические) слияния).*

В родственные слияния оказываются вовлеченными корпорации, которые работают на одном и том же экономическом пространстве, но не занимаются выпуском одного и того же продукта и не связаны снабженческо-сбытовым циклом. При родственных слияниях корпорация-покупатель и корпорация-цель связаны между собой: *базовой технологией, производственным процессом или через рыночную нишу*[1];

– *конгломеративные слияния* — объединение компаний различных отраслей без наличия производственной общности, т. е. слияние фирмы одной отрасли с фирмой другой отрасли, не являющейся ни поставщиком, ни конкурентом; компании абсолютно не соприкасаются между собой ни сегментом рынка, ни снабженческими связями. Цель корпорации-покупателя — диверсификация активов и операций.

В свою очередь, выделяют три разновидности конгломеративных слияний:

– *с расширением продуктовой линейки* — соединение неконкурирующих продуктов, каналы реализации и процесс производства которых похожи;

---

[1] *Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А.* Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2017. 124 с.

– *с расширением рынка* — приобретение дополнительных каналов реализации продукции;

– *чистые конгломеративные слияния* — объединения компаний, не предполагающие никакой общности[1].

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

– *национальные* — слияния компаний, находящихся в рамках одного государства;

– *транснациональные* — слияния компаний, находящихся в разных странах, приобретение компаний в других странах.

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

– *дружественные слияния*, при которых руководящий состав и акционеры приобретающей и приобретаемой компаний поддерживают данную сделку;

– *враждебные слияния*, при которых руководящий состав целевой компании не согласен с готовящейся сделкой и осуществляет ряд мероприятий, в том числе противозаконных.

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

– *корпоративные альянсы* — объединение двух или нескольких компаний, сконцентрированное на конкретном отдельном направлении бизнеса, обеспечивающее получение синергетического эффекта только в этом направлении, в остальных видах деятельности фирмы действуют самостоятельно;

– *корпорации* — объединение всех активов вовлекаемых в сделку фирм.

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

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

– *чисто финансовые слияния*, при которых объединившиеся компании не действуют как единое целое, при этом не ожидается существенной производственной экономии, но имеет место централизация финансовой политики, способствующая усилению позиций на

---

[1] *Корпоративный* менеджмент / под общ. ред. И. И. Мазура, В. Д. Шапиро. М.: ОМЕГА-Л, 2008. С. 442.

рынке ценных бумаг, более эффективному финансированию инновационных проектов[1].

Выбор типа сделок по слиянию зависит от ситуации на рынке, а также от стратегии деятельности компаний и объема финансовых ресурсов, которыми они располагают.

Сделки по слиянию и поглощению всегда связаны с высокой долей риска, поэтому очень важно детально исследовать экономическое и финансовое состояние корпорации-цели, четко сформулировать ожидаемый результат и определить средства его достижения, эффективно руководить процедурой реализации сделки. В любом случае надо помнить, что использование механизма слияний и поглощений не гарантирует успеха в конкурентной борьбе и не всегда приводит к получению синергетического эффекта. Лишь крупные игроки могут позволить себе не рассчитывать на получение выгоды в пользу отсроченного эффекта от объединения.

Однако именно слияния и поглощения являются одним из основных механизмов роста компаний, повышения их конкурентоспособности, выхода на новые географические рынки, доступа к новейшим технологиям и перехода в руки наиболее эффективных собственников.

В исследованиях подавляющего большинства авторов выделяется такой признак классификации, как *национальная принадлежность*, в соответствии с которым слияния и поглощения подразделяются на: национальные, международные и транснациональные. Однако мы считаем целесообразным международные и транснациональные сделки объединить в одну группу — трансграничные. К ним можно относить все сделки, заключаемые между участниками из различных стран. Рассмотрим слияния, которые относят к *трансграничным*, более подробно. В экономической литературе им пока уделяется недостаточное внимание, хотя современный этап экономики характеризуется возросшей ролью сделок по трансграничным слияниям как одной из важнейших стратегий роста и развития в политике компаний.

Трансграничные слияния и поглощения могут рассматриваться *как новый вызов современности, сложившийся в условиях глобализации и либерализации международных экономических отношений и порожденный желанием крупных корпораций на определенном*

---

[1] *Корпоративный* менеджмент / под общ. ред. И. И. Мазура, В. Д. Шапиро. М.: ОМЕГА-Л, 2008. С. 444–445.

этапе своего развития утвердиться на внешних рынках, и, соответственно, как один из основных способов интеграции в мировое экономическое пространство.

Под воздействием глобализации на мировом экономическом пространстве наблюдается интенсификация трансграничных связей и интеграционных процессов. Глобализация наиболее наглядно проявляется в финансовой сфере, поскольку именно капитал оказывает решающее воздействие на экономические процессы. Иностранный финансовый капитал, в первую очередь в виде прямых иностранных инвестиций, стал важным компонентом страновых экономических процессов. Как отмечает Г. М. Костюнина, наиболее удобный и распространенный способ прямого инвестирования — поглощение, на долю которого приходится около 98 % всех слияний и поглощений, соответственно, чуть более 2 % составляют сделки слияний[1].

Трансграничные слияния имеют две разновидности: консолидация и статусное слияние. *Консолидация* представляет собой объединение активов, в рамках которого объединившиеся компании сохраняют равные права в отношении объединенной компании. *Статусное слияние* — процесс объединения активов, когда сохраняется только одна из объединившихся компаний, другая компания передает свои активы и обязательства вновь создаваемой компании и образуется новое юридическое лицо[2].

Трансграничные слияния и поглощения происходят между фирмами различных стран базирования (происхождения). Если подразделения транснациональных корпораций из разных стран базирования располагаются в одной принимающей стране, то в случае их слияния (поглощения) также можно считать, что имеет место трансграничная сделка, так как критерием здесь является национальная принадлежность материнских компаний[3]. Данные сделки меняют право собственности и национальность приобретаемых или сливающихся компаний.

Трансграничные слияния и поглощения включают сделки, в которых либо *объектом приобретения* (в случае покупки иностранными компаниями), либо *покупателем* (в случае покупки иностранных активов) являются *российские компании*.

---

[1] *Костюнина Г. М.* Иностранные инвестиции (вопросы теории и практики зарубежных стран): учеб. пособие. М.: ИНФРА-М, 2014. С. 32.

[2] Там же. С. 27.

[3] *Глобализация* мирового хозяйства: учеб. пособие / под ред. М. Н. Осьмовой, Г. И. Глущенко. 2-е изд. М.: ИНФРА-М, 2014. С. 231.

По мнению некоторых российских экономистов, причина использования стратегии трансграничных слияний и поглощений заключается в том, что обладание зарубежными активами определяет в современной мировой экономике конкурентные позиции национального бизнеса и государства его базирования. Без создания вокруг национальной экономики дополняющей ее внешнеэкономической инфраструктуры становится невозможным ни полноправное участие страны в мировых экономических процессах, ни ее собственное эффективное развитие. Жесткая конкуренция на глобальном рынке со стороны корпораций развитых стран препятствует закреплению на нем компаний развивающихся государств, которые не располагают зарубежной инфраструктурой, образуемой сетью сбытовых фирм, сервисных центров и других обслуживающих и поддерживающих организаций[1].

Ключевые факторы, содействующие трансграничным слияниям и поглощениям компаний на современном этапе, представлены на рис. 17.5.

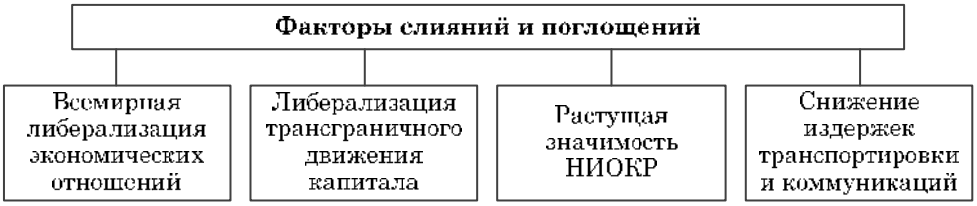

Рис. 17.5. Ключевые факторы, содействующие трансграничным слияниям и поглощениям

Либерализация экономических отношений и трансграничного движения капитала дала иностранным инвесторам возможность приобретать ценные бумаги российских корпораций, что способствовало развитию неденежных способов оплаты сделок трансграничных слияний, в первую очередь на основе обмена акциями. В то же время инновационные информационные технологии, в том числе цифровые, позволили осуществлять управление интеграционными процессами в режиме онлайн.

Сделки по трансграничным слияниям и поглощениям существенно влияют на потенциал каждой из территорий, на которых корпорации находятся, а также создают материально-техническую и ор-

[1] *Авдокушин Е. Ф., Жариков М. В.* Страны БРИКС в современной мировой экономике. М.: Магистр: ИНФРА-М, 2013. С. 145.

ганизационно-экономическую основу более рационального достижения поставленных регионами экономических и социальных целей.

Экономисты полагают, что по своему типу трансграничные отношения не являются ни внутригосударственными (в их чистом виде), ни межгосударственными. От международных межгосударственных отношений они отличаются по своему субъектному составу (хотя бы одной из сторон всегда является физическое или юридическое лицо), а от внутригосударственных — тем, что они всегда отягощены «иностранным элементом». Трансграничные отношения занимают как бы промежуточное положение между ними[1].

Одним из основных преимуществ стратегии слияний и поглощений является скорость ее осуществления, что позволяет компаниям быстро приобрести портфель «экономико-географических активов», который становится одним из существенных факторов конкурентной мощи. Во временном аспекте приобретение уже существующей компании предпочтительнее, чем создание нового предприятия.

Трансграничные слияния и поглощения рассматриваются в качестве средства реализации стратегических целей: объектом сделки становится не столько определенная компания, сколько ее компетенции, опыт и нематериальные активы. В частности, российским компаниям они позволяют приобрести в собственность последние технологии, с помощью которых они получают возможность углубления и детализации технологического цикла, выхода на качественно новый уровень развития и повышения конкурентоспособности своей продукции на международной арене. Имидж приобретающей компании повышает имидж страны, а имидж страны компании-покупателя, в свою очередь, оказывает определенное влияние на успешность сделки.

Следует отметить, что существует взаимозависимость рынка слияний и поглощений и национальной экономики.

Посредством трансграничных сделок слияния и поглощения компаний-конкурентов происходит усиление рыночной мощи и снижение конкуренции за крупные, включая государственные, контракты. Это обеспечивает объединенной компании расширение географии рынка производства и сбыта, создание новых конкурентоспособных продуктов, а также высокий уровень загруженности производственных мощностей. Участие в государственных программах

---

[1] *Нефёдов Б. И.* Фундаментальные проблемы теории международного права и трансграничные отношения // Евразийский юридический журнал. 2015. № 5 (84). С. 18–23.

повышает уверенность в получении гарантированных платежей, улучшает имидж компании. Для государства такие сделки также имеют положительные стороны, к которым можно отнести повышение конкурентоспособности национальной экономики, образование крупных игроков на внешнем рынке, возможность реализации приоритетных для всей экономики инвестиционных проектов.

Для устойчивого экономического роста страны важную роль играет инновационность экономики, границы национального экономического пространства и доступ к пространствам трансграничных экономик через слияния и поглощения. При этом следует учитывать риски вложения средств в активы компаний в зависимости от стадии развития таких трансграничных экономик. С одной стороны, недостаточный уровень развития экономики страны компании-цели дает возможность реализовать вложения в новые направления бизнеса и получать выгоду от монопольного положения на рынке. С другой стороны, появляется риск недополучения ожидаемых результатов в связи с уровнем волатильности экономики. Статистический анализ на примере любой страны мира показывает: чем менее экономика насыщена деньгами, финансовыми институтами, инструментами, тем выше ее риски, тем экстремальнее волатильность во всем — в финансах, в производстве, в политике.

Таким образом, трансграничные слияния и поглощения являются важной частью стратегий роста компаний, причем влияние данных процессов распространяется и на экономику всей страны. Они способствуют повышению эффективности как отдельных отраслей, так и экономики в целом за счет перетекания капитала к более эффективным и опытным собственникам, повышению конкурентоспособности национальной экономики, предоставляют возможность реализации приоритетных инвестиционных проектов, в том числе имеющих социальную значимость.

Вопросы для самопроверки

1. На основе изучения точек зрения российских и зарубежных авторов относительно мотивов совершения сделок по слияниям и поглощениям поясните, что означает синергетический мотив.
2. Охарактеризуйте операционную и финансовую синергию.
3. Охарактеризуйте оборонительные и наступательные мотивы слияний и поглощений.

4. Охарактеризуйте слияния и поглощения с точки зрения характера интеграции компаний.
5. Что такое трансграничные слияния и в чем их преимущества для экономики?

17.3. Стратегии защиты компании от недружественного поглощения

Значительный вклад в теорию корпоративных слияний и поглощений внес ранее уже упомянутый нами Патрик А. Гохан, автор фундаментального исследования «Слияния, поглощения и реструктуризация компаний», которое неоднократно издавалось в России. Особое значение для российского рынка корпоративного контроля имеет тот факт, что виды реструктуризации компаний подробно рассмотрены с позиции собственников-акционеров и с позиции менеджмента компании. Дальнейшее развитие теория слияний и поглощений получила в трудах таких российских исследователей, как А. Д. Радыгин, Р. М. Энтов, Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова, Ю. В. Игнатишин, А. А. Бегаева, А. И. Самылин, О. Беленькая, Н. Ю. Елонова и др. Они не только систематизировали сущностные понятия процессов рынка корпоративного контроля, но и охарактеризовали возможности применения методов реструктуризации компаний, финансового обеспечения сделок слияний и поглощений, способов защиты от враждебных поглощений и рейдерских атак применительно к российской действительности.

В параграфе 17.2 была приведена подробная классификация слияний и поглощений. В соответствии с ней одним из критериев отнесения этих процессов к конкретному типу является отношение *топ-менеджерского персонала компаний к сделке* по слиянию или поглощению. Исходя из данного критерия традиционно принято выделять два вида поглощения компании:

– дружественное;

– враждебное.

Дружественным называют такое поглощение, при котором контрольный пакет акций инвестор (компания-покупатель) формирует *при непосредственном участии топ-менеджеров компании-цели*, получив их предварительное согласие и последующую поддержку. При этом осуществляет тщательный анализ выгод и издержек объединения компаний, с тем чтобы получить синергетический эффект.

Враждебное поглощение, напротив, осуществляется инвестором (компанией-покупателем) *без участия менеджмента компании-це-*

ли, более того, с явным или скрытым противодействием, с желанием максимально усложнить процесс поглощения. В этом случае инвестору придется формировать контрольный пакет акций путем их скупки на открытом рынке непосредственно у миноритарных акционеров, что существенно увеличивает временной период и финансовые затраты на приобретение акций. Компания-покупатель делает акционерам компании-цели так называемое тендерное предложение о скупке акций, как правило, за наличные денежные средства.

В данном параграфе речь пойдет о враждебных поглощениях и стратегиях защиты, осуществляемых корпорацией-целью против них.

На формирование стратегии защиты от недружественного поглощения влияет ряд факторов, которые разделяются на внешние и внутренние.

К внешним факторам относятся:

– социально-экономические и политические;

– модель корпоративного управления, соответствующая модели экономического устройства государства;

– отношение к корпорации со стороны PR-сообщества, государственных контролирующих органов, общественности;

– потенциальный риск поглощения исходя из положения корпорации на отраслевом конкурентном рынке, который можно оценить на основе анализа данных о враждебных поглощениях, имевших место в этом сегменте экономики.

Внутренние факторы связаны:

– с финансово-экономическим состоянием компании, ее капитализацией, рентабельностью бизнеса, регулярностью выплаты дивидендов и т. п.;

– с наличием внутренних корпоративных конфликтов (между акционерами и менеджерами; между менеджерами и трудовым коллективом);

– с имеющимися случаями нарушения законодательных норм в части соблюдения законных прав и экономических интересов как собственников, так и других заинтересованных лиц;

– с надлежащим оформлением взаимоотношений с регистратором.

Менеджеры корпорации должны постоянно осуществлять мониторинг и оценку внешних и внутренних факторов, с тем чтобы определить, как они будут отражаться на разработанной стратегии защиты от недружественного поглощения, и при необходимости внести корректировки. Но прежде всего необходим тщательный анализ наи-

более уязвимых мест в деятельности корпорации для выбора таких методов защиты, которые будут минимизировать риск успешной реализации действий компании-агрессора. В основу разрабатываемой стратегии защиты от поглощения должны быть положены апробированные в мировой и российской практике способы противодействия враждебным захватам.

Для компаний, созданных в акционерной форме, характерно свободное обращение акций на рынке ценных бумаг. В российской практике только незначительная доля акционерных обществ прошла процедуру листинга, после чего их акции были включены в котировальные листы организаторов торговли. Связано это с тем, что значительное число акционерных обществ сформировалось по итогам приватизации, многие из них относятся к компаниям средней и малой капитализации. На биржевых площадках обращаются акции, как правило, публичных акционерных обществ, в том числе с государственным участием. Отметим, что сами процессы слияний и поглощений по-разному влияют на корпоративные структуры и по-разному реализуются.

Купля-продажа ценных бумаг акционерных обществ происходит на фондовом рынке постоянно, количество сделок огромно, при этом изменение состава акционеров чаще всего не влечет за собой изменение положения компании на рынке, ее финансовой устойчивости, не приводит к нарушению законных прав и интересов акционеров.

Акции переходят от одного владельца к другому, но сама корпорация продолжает свое функционирование. У большинства владельцев схожие взгляды относительно деятельности компании, ее развития и, как следствие, своего благосостояния. Оценка деятельности топ-менеджмента по управлению компанией также в большинстве случаев у акционеров совпадает. Но с учетом пребывания на финансовом рынке разного класса инвесторов, в том числе стратегических, может возникнуть ситуация, когда внешний по отношению к корпорации инвестор проявит к ней интерес с учетом ее положения на товарном рынке, уровня капитализации, перспектив развития. Именно с перспективами развития корпорации может быть связана инициатива по ее поглощению. Например, корпорация имеет серьезные перспективы расширения и диверсификации бизнеса, укрепления своего положения на товарном рынке, возможности выхода на транснациональный уровень, но эти перспективы сдерживаются сложившейся системой принятия управленческих решений. Перед инвестором встает вопрос: как изменить эту управленческую практику? Один из

приемлемых вариантов — сконцентрировать в своем портфеле такой пакет акций, который позволит оказывать влияние (либо усилить его) через представительство в органах управления компанией. Вот здесь и возникает вопрос о структуре владельцев бизнеса: кто преобладает в составе собственников — миноритарные (с минимальными пакетами акций) или мажоритарные (с крупными пакетами акций) акционеры. Предполагаемому инвестору — инициатору поглощения необходимо будет аккумулировать значительные средства для скупки акций у миноритарных акционеров с целью формирования пакета, дающего возможность оказывать влияние на действия топ-менеджмента в отношении компании.

Рассмотрим, какое отношение участников корпорации к сделке поглощения будет формироваться при аутсайдерской модели корпоративного управления.

Мы уже рассматривали характеристики этой модели. Напомним их:

– структура акционерного капитала распылена между многими собственниками, которые непосредственно принимают стратегические решения по развитию корпорации и несут ответственность и риски за свои финансовые инвестиции. Отсюда приоритет интересов собственников компании перед интересами других групп стейкхолдеров и компании в целом;

– четко выражено разделение функции владения капиталом и функции управления капиталом. Управление компанией осуществляется через единый орган корпоративного управления, он же осуществляет контроль над деятельностью топ-менеджеров;

– интересы акционеров заключены в рыночной эффективности корпорации, поэтому решения по ее развитию принимаются с учетом того, как они повлияют на рост капитализации и увеличение дивидендных выплат;

– менеджеры вынуждены под давлением интересов акционеров принимать инвестиционные решения, направленные на реализацию краткосрочных рыночных успехов в ущерб проектам, связанным с долгосрочными стратегическими перспективами бизнеса компании.

Именно акционеры будут определять действия менеджмента в случае вхождения компании в интегрированную корпоративную структуру. У них есть понимание того, что выгоду от расширения контроля в первую очередь будут получать менеджеры. В случае слияния и поглощения в интегрированной структуре возрастают потоки подконтрольных менеджерам финансовых и материальных ресурсов, что,

в свою очередь, потребует увеличения вознаграждения менеджерам, «оппортунистическое» поведение менеджеров также расширится, они будут претендовать на принятие решений, потенциально невыгодных миноритарным акционерам. Само осуществление сделки и установление контроля над другой компанией будет связано с серьезными финансовыми затратами и в зависимости от принятых методов оплаты поглощения может привести к существенному снижению размера дивидендов (в случае оплаты сделки денежными средствами) или формированию долгосрочных обязательств компании, росту ее долговой нагрузки (в случае оплаты поглощения долговыми ценными бумагами или банковским кредитом). То и другое акционерам будет представляться как действия, ущемляющие их интересы, и они будут противодействовать интеграции с другой компанией. Очевидно, что у миноритарных акционеров свое представление о том, как они могут распорядиться полученным текущим доходом в виде дивидендов (например, вложить в акции других компаний, представленных на фондовом рынке, направить на потребительские нужды или положить во вклад в банк).

Топ-менеджменту компании придется принимать во внимание эти настроения акционеров и использовать более мягкие формы интеграции, которые позволили бы многие операции проводить самостоятельно (устанавливать цены на продукцию с учетом рыночной конъюнктуры, размещать свободные денежные ресурсы на финансовом рынке или направить их на инвестиции в расширение собственной производственной деятельности, привлекать ресурсы с внешнего финансового рынка с учетом их рыночной стоимости и т. д.). Менеджменту корпорации придется согласовывать интересы акционеров как со своими собственными, так и с интересами интегрированной группы в целом.

Практически в любых процессах слияний и поглощений позиция менеджмента уязвима. Инвестор — инициатор сделки может иметь намерение вообще сменить управленческую команду или сформулировать такие критерии эффективности деятельности, которые будут невыполнимы. Топ-менеджмент может начать противодействовать поглощению. Но в этом случае в рамках аутсайдерской модели существует такая норма, при которой менеджмент компании-цели в случае враждебного поглощения обязывается к *строгому нейтралитету*, т. е. не может осуществлять действия, способные сорвать реализацию предложения со стороны компании-покупателя. Акционеры сами на основе рыночных методов регулирования, открытости и формализованности процесса, соблюдения всех законодательных

норм должны дать оценку целесообразности сделки поглощения и принять самостоятельное решение о продаже принадлежащих им акций по *справедливой цене*.

Теперь остановимся на вопросе формирования отношения участников корпорации к сделке поглощения при *инсайдерской модели* корпоративного управления.

Напоминаем, что для нее характерны следующие признаки, которые надо принять во внимание:

– структура акционерного капитала в значительной мере концентрирована;

– преобладает банковское финансирование производственных процессов и инвестиционных решений корпораций, что не способствует развитию фондового рынка, влияние которого на процессы корпоративного контроля слабое;

– функции владения и управления капиталом практически не разделены. В составе совета директоров значительно присутствие представителей владельцев крупных пакетов акций или аффилированных с ними лиц;

– приоритет в удовлетворении экономических интересов складывается не только в пользу инвесторов — собственников пакетов акций, а устанавливается баланс интересов самой компании и всех групп стейхолдеров.

Как отмечает А. А. Мецгер, операция поглощения в условиях инсайдерской модели:

– не всегда сводится к приобретению контрольного пакета акций, поскольку даже формальные полномочия по управлению компанией можно получить при поддержке ряда заинтересованных лиц — трудового коллектива, органов власти, профессиональных объединений;

– рассматривается как изменение сложившегося «компромисса интересов», когда изменение управления компанией обеспечит интересы нового собственника при соблюдении баланса интересов других заинтересованных лиц;

– означает, что затраты на поглощение будут обусловлены не столько стоимостью приобретения пакета акций, сколько издержками согласования интересов стейкхолдеров корпорации (например, социальными обязательствами перед трудовым коллективом, сохранением контрактных отношений с партнерами компании, взаимодействием с местным сообществом и т. д.)[1].

---

[1] *Мецгер А. А., Первушина А. В.* Корпоративное управление: учеб. пособие для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. Екатеринбург: Гуманитарный ун-т, 2011. С. 687.

Таким образом, резюмируя рассмотренные выше подходы к поглощениям, можно сделать вывод, что:

– *аутсайдерская модель корпоративного управления*, характерная для рыночной экономики, предполагает, что поглощение *способствует* укреплению корпоративного сектора экономики, повышает эффективность его функционирования, раскрывает при помощи рыночных механизмов и жесткого соблюдения законодательства преимущества интеграционных процессов, выявляет и показывает риски для всех участников компании, в первую очередь владельцев бизнеса — акционеров;

– *инсайдерская модель корпоративного управления*, характерная для социально ориентированной экономики, предполагает, что поглощение *дестабилизирует* корпоративный сектор экономики. Складывается ситуация, когда акционерная форма организации бизнеса не способствует его развитию, так как при высокой концентрации собственности у контролирующего акционера отсутствует желание и необходимость привлечения дополнительного капитала с открытого финансового рынка. Наоборот, формируется интерес к вытеснению оставшихся миноритарных акционеров из числа собственников и дальнейшей трансформации корпоративной собственности в частную.

Поглощения в России имеют свою специфику. В нашей стране не сложился пока классический рынок корпоративного контроля, поскольку российская экономика имеет черты и рыночной, и социально ориентированной экономики с присущими им специфическими отношениями как внутри, так и вне корпорации. Кроме того, на российском рынке корпоративного контроля формируется инсайдерская модель корпоративного управления, но при поглощениях проявляются черты англо-американской модели, при которой корпоративный контроль может быть обеспечен за счет скупки акций с целью формирования контрольного пакета. Контрольный пакет, как отмечено выше, позволит обеспечить большинство голосов в совете директоров, а значит, влияние на принятие решений относительно деятельности корпорации. Другим вариантом осуществления поглощения является скупка корпорацией — инициатором сделки долговых обязательств корпорации-цели с дальнейшей реализацией процедуры банкротства.

Чаще всего недружественные поглощения имеют место в виде корпоративных захватов и рейдерских атак.

Остановимся на понятии рейдерства относительно рынка корпоративного контроля. Под *рейдерством* понимают враждебное поглощение с целью скупки недооцененных активов и установления кон-

троля над активами бизнес-единицы. В зарубежной и российской литературе различают три вида рейдерства: белое, серое, черное.

«Белое рейдерство» (другое название, часто встречающееся в публикациях, — «белая» схема рейдерского захвата) называется так потому, что осуществляется совершенно легальным путем посредством скупки акций у акционеров. Менеджмент корпорации-цели может даже не знать о том, что начата процедура скупки акций, так как компания-рейдер будет действовать не от своего имени, а даст поручение брокерской компании приобретать акции компании-цели на фондовом рынке. Этот процесс может занять небольшой период времени — от нескольких недель до нескольких месяцев.

«Серое рейдерство» («серая» схема рейдерского захвата) — это процесс недружественного поглощения компании, осуществляемый внешне законными способами, но реально использующий мошеннические схемы. Приведем для понимания несколько примеров, которые составляют элементы рейдерских захватов.

Например, идет сбор информации, которая может носить компрометирующий характер и в дальнейшем может использоваться в целях шантажа. Информация может собираться о крупных мажоритарных акционерах или о руководителях компании (ст. 137, 138 УК РФ). В качестве компрометирующей информации могут быть следующие сведения: использование практики выдачи заработной платы работникам в конвертах; недобросовестная практика заключения договоров аренды неиспользуемых или излишних площадей производственного или офисного назначения с заведомо заниженной стоимостью, когда часть арендной платы поступает в виде наличных денежных средств топ-менеджменту компании и т. п.

Другим примером может служить незаконное получение и разглашение сведений, составляющих коммерческую, налоговую или банковскую тайну (ст. 183 УК РФ). Представитель компании-рейдера устраивается на работу в компанию, которая является предметом рейдерской атаки, и, используя служебное положение, собирает и систематизирует сведения о ее деятельности. В дальнейшем собранные конфиденциальные сведения могут быть использованы для шантажа высшего топ-менеджмента или для нарушения внутренних процессов в компании.

Статья 201 УК РФ «Злоупотребление полномочиями» также фиксирует процессы, которые могут совершаться топ-менеджерами корпорации-цели, если они находятся в сговоре с корпорацией-рейдером, например, для вывода активов и имущества, совершения проти-

возаконных действий или сделок, которые выходят за рамки компетенций, закрепленных за менеджером.

Такие примеры можно продолжить. Все они направлены на то, чтобы появилась возможность обратиться в судебные органы или органы государственного контроля (к примеру, в Федеральную налоговую службу) с жалобой на неправомерные действия руководства, которые потенциально наносят ущерб собственникам и государству. Начинаются проверки, разбирательства, тяжбы, которые способствуют реализации планов компании-рейдера. Если вспомнить 1990–2000-е гг., то именно в этот период рейдеры достаточно часто использовали практику оспаривания результатов приватизации предприятий, пользуясь имеющимися в то время недоработками законодательства, процедурными ошибками, ненадлежащим ведением реестра акционеров. Длительные судебные тяжбы также способствовали получению контроля над компанией-целью.

«Черное рейдерство» («черная» схема рейдерского захвата) представляет собой захват собственности компании с использованием коррупционных связей и силовых методов, фальсификации документов, уничтожения реестра владельцев эмиссионных ценных бумаг, незаконного перевода акций, принадлежащих собственникам, по поддельным передаточным распоряжениям, подкупа должностных лиц в государственных органах, с применением шантажа, оказанием физического давления на руководителей корпорации-цели.

Очевидно, что использование различных схем враждебных захватов и рейдерских атак снижает инвестиционную привлекательность российских компаний со стороны потенциальных инвесторов; отвлекает денежные средства и временные ресурсы для разработки и реализации стратегий противодействия враждебным поглощениям; сдерживает развитие корпоративного сектора экономики и рынка корпоративного контроля.

Перейдем к рассмотрению стратегий и методов защиты от враждебных поглощений, которые в экономической литературе обозначены как:

– *превентивные*, т. е. те, которые корпорации должны осуществлять еще до того момента, как начнется рейдерский захват. Они должны способствовать снижению вероятности враждебного поглощения. В зарубежной практике большинство крупных компаний имеет разработанные планы противозахватной обороны;

– *активные* действия, когда рейдерский захват предпринят, которые должны способствовать сохранению контроля над компанией, снижению затрат на противодействие враждебному поглощению.

Остановимся на характеристике превентивных мероприятий (табл. 17.4).

Таблица 17.4

Превентивные меры защиты от враждебных поглощений

Мероприятие	Содержание
«Ядовитые пилюли»	Выпуск корпорацией таких эмиссионных ценных бумаг, приобретение которых затрудняет получение акционерного контроля либо делает поглощение для компании-агрессора заведомо невыгодным
«Отпугивание акул»: определенные условия к составу и выборам совета директоров; положение о супербольшинстве; – выкуп акций по справедливой цене	 Закрепление в уставе компании многоступенчатости совета директоров, особых норм его переизбрания; в устав компании вносится норма о повышенном количестве голосующих акций необходимых для решения вопроса о поглощении; введение нормы о том, что у всех типов акционеров акции должны приобретаться компанией-агрессором по единой цене
Двойная капитализация	Реструктуризация акционерного капитала и распределение между акционерами новых классов акций
«Золотые парашюты»	Заключение специальных соглашений о разовой высокой компенсации высшему топ-менеджменту в случае увольнения
Изменение места регистрации	Выбор места, где менее проблематично внести изменения, связанные с противозахватными мерами, в устав

«Ядовитые пилюли» (poison pills). Компания выпускает такие эмиссионные ценные бумаги, приобретение которых затрудняет получение акционерного контроля либо делает для компании-агрессора заведомо невыгодным поглощение. «Ядовитые пилюли» бывают двух видов — внешние (feip-over) и внутренние (feip-in). Внешние могут предоставлять акционерам специальные права, например, покупать определенное количество акций по существенно сниженной против рыночной цене при наступлении определенного события. Таким событием может быть скупка 20 % акций, находящихся в обращении, либо поступление тендерного предложения на приобретение 30 % или более акций компании-цели, находящихся в обращении. Внутренние «ядовитые пилюли» выпускаются для того, чтобы «размыть» доли акционеров компании-цели, т. е. дают акционерам внутреннее право приобретать ее акции в случае, если компания-рейдер уже начала формирование контрольного пакета. При этом не имеет значения, бу-

дет ли компания-покупатель объединять свою компанию с компанией-целью. «Размывание» долей акционеров компании-цели увеличивает затраты компании-покупателя для формирования контрольного пакета акций, так как акционеры корпорации-цели получают право продажи своих акций корпорации-агрессору со значительной премией.

Одной из разновидностей «ядовитых пилюль» является план минимальной цены (back-end plans), в соответствии с которым акционер получает дивиденды в виде особых прав, которые он может обменять на денежные средства или конвертировать в ценные бумаги с иными инвестиционными свойствами по заранее определенной минимальной цене. Минимальная цена определяется советом директоров, и она выше рыночной.

Также к данному способу защиты относится так называемый план голосования. В соответствии с ним акционер получает дивиденды в виде привилегированных акций, которые, однако, получают право голоса, если корпорация-рейдер приобретет на открытом рынке такой пакет акций, который обеспечивает ей влияние при решении вопросов относительно деятельности корпорации-цели.

«Отпугивание акул» (shark repellants) как метод противозахватной стратегии связан с внесением поправок и изменений в устав компании. Он включает:

– определенные условия к выборам совета директоров и переизбранию его членов. В уставе компании закрепляется многоступенчатость совета директоров, разделение его состава на несколько частей, ежегодное переизбрание только одной части совета директоров; вводятся нормы, затрудняющие смену членов совета директоров; включаются положения по изменению его количественного состава и т. д.;

– положение о супербольшинстве при принятии решения по поглощению. Если для внесения изменений и дополнений в устав, реорганизации или ликвидации компании требуется квалифицированное большинство голосов (75 % + 1 акция), то для решения о согласии на сделанное предложение о поглощении можно закрепить норму гораздо выше, например 80–90 % голосующих акций;

– положение о выкупе акций по справедливой цене. В состав акционеров входят разные группы собственников компании. Их характеристику мы дали в гл. 1. Как правило, компания-покупатель скупает акции компании-цели на фондовом рынке не просто по рыночной цене, а по превышающей ее. В соответствии с условием справедливой цены акции у всех типов акционеров должны приобретаться по

единой цене — той, по которой корпорация — инициатор сделки формировала контрольный пакет, что существенно увеличит ее затраты.

Двойная капитализация (рекапитализация высшего класса — dual recapitalization)[1]. Осуществляется реструктуризация акционерного капитала и между акционерами корпорации-цели распределяются новые классы акций с разными правами голосования, т. е. группа акционеров, лояльная к политике руководства компании, получает акции с более высокими голосующими правами (например, по 10 или 100 голосов на каждую акцию). Владельцы таких акций имеют право конвертировать их в обыкновенные, поскольку инвестиционная привлекательность подобных акций невысока, дивиденды по ним не выплачиваются, они не обращаются или имеют низкую ликвидность на фондовом рынке.

«Золотые парашюты» (golden parachutes) — метод защиты от поглощения, связанный с заключением специальных соглашений о разовой высокой компенсации высшему топ-менеджменту в случае увольнения. По аналогии с «золотыми парашютами» в практике противозахватных методов используются «серебряные» и «оловянные парашюты», указывающие на статус того менеджера или сотрудника, с которым заключается трудовой договор, содержащий обязательство корпорации выплатить значительные компенсации в случае его увольнения или изменения корпоративного контроля над компанией. Размер компенсации увязывается, как правило, с размером заработной платы за год, а также с величиной трудового стажа. Для выплаты компенсации резервируются необходимые суммы денежных средств. Для компании-покупателя возрастают затраты на приобретение компании-цели.

Изменение места регистрации компании также можно назвать способом защиты от поглощений, так как разница в законодательстве штатов или регионов позволяет выбрать тот, где легче всего внести изменения, связанные с противозахватными мерами, в устав; более объективная судебная защита и более жесткие нормы антимонопольного законодательства.

Отметим, что не все описанные методы могут быть использованы в российской практике, но актуальной превентивной мерой всегда будет являться анализ вопросов, связанных с оформлением документов по созданию компании, приватизационными процессами, выпуском

---

[1] *Беленькая О.* Анализ корпоративных слияний и поглощений // Управление компанией. Изд. дом РЦБ. URL: http://www.rcb.ru.

и размещением эмиссионных ценных бумаг на предмет их соответствия принятым законодательным нормам. Особого внимания заслуживает анализ внутренних документов корпорации, распределение полномочий между общим собранием акционеров, советом директоров (наблюдательным советом), исполнительным органом; оценка работы профильных комитетов и корпоративного секретаря. Значима роль регистратора во взаимоотношениях с корпорацией-эмитентом, поскольку все операции по фиксации прав акционеров и движению акционерного капитала находят отражение в реестре владельцев эмиссионных ценных бумаг. Снижение риска враждебного поглощения может быть достигнуто путем изменения организационно-правовой формы компании (например, из акционерного общества в общество с ограниченной ответственностью) или интеграции с дружественными компаниями и построения вертикальной или горизонтальной корпоративной структуры с рассредоточением функций управления и активов корпорации внутри нее по отдельным бизнес-единицам.

Компании, в которых уделяется достаточное внимание разработке превентивных мероприятий в отношении противозахватной политики агрессивных инвесторов и корпораций-рейдеров, более защищены от неожиданных и экстремальных атак на бизнес. Однако само по себе это не дает компании гарантии сохранения независимости, гипотетически она всегда может стать целью враждебного поглощения. Изменившаяся ситуация на фондовом рынке, активизация операций по скупке акций должны насторожить любую компанию. Компании может поступить предложение о поглощении. В случае, если враждебное поглощение начато, следует прибегнуть к реализации активных мероприятий по противодействию рейдерской схеме захвата бизнеса.

Зарубежная теория и практика корпоративного контроля сформировала систему методов защиты, реализуемых после того, как тендерное предложение о выкупе акций сделано. Они достаточно подробно рассмотрены и проанализированы в российской экономической литературе. Коротко охарактеризуем основные способы защиты, применяемые корпорациями после начала недружественного поглощения (табл. 17.5).

Соглашение о непоглощении или соглашение о бездействии (stand still agreement). Компания-покупатель приобрела на открытом рынке значительный пакет акций. Она может согласиться на то, что не будет увеличивать свою долю в акционерном капитале корпорации-цели в течение длительного периода времени в обмен на выплату значительного гонорара или выкупа всех или части акций по цене су-

щественно выше рыночной. Такое соглашение связано с гринмейлом. *Гринмейл* (greenmail) рассматривается как выплата премии за крупный пакет акций в обмен на согласие акционера не выдвигать заявку на приобретение контроля над компанией, а также как форма целевого обратного выкупа акций у разных групп акционеров по цене выше рыночной[1]. Гринмейл внешне использует механизмы защиты законных прав и интересов миноритарных акционеров, применяя при этом корпоративный шантаж.

Таблица 17.5

Активные мероприятия после предложения о поглощении

Мероприятие	Содержание
Соглашение о непоглощении	Корпорация-покупатель дает согласие на то, что она не будет увеличивать свою долю в акционерном капитале корпорации-цели в обмен на выкуп акций по цене выше рыночной
Обращение за помощью к «белому рыцарю»	Корпорация-цель готова уступить контроль над компанией дружественному лицу, которое предложит более приемлемые условия сделки
Поиск «белого сквайра»	Дружественная компания покупает крупный пакет акций корпорации-цели, но занимает позицию невмешательства в сделку
Применение «тактики выжженной земли»	Корпорация-цель избавляется от тех активов и имущества, которые наиболее привлекают корпорацию-агрессора
Изменение структуры капитала	Компания увеличивает количество акций в обращении путем размещения новой эмиссии или уменьшает количество акций в обращении путем их скупки у собственных миноритарных акционеров либо принимает на себя больший размер долговых обязательств
Защита Пэк-Мэна	Компания-цель делает встречное тендерное предложение компании-покупателю о поглощении
Тяжба или судебное разбирательство	При подаче иска со стороны компании-агрессора на действия компании-цели компания-цель подает встречный иск

Обращение за помощью к «белому рыцарю» (white knight) означает, что корпорация-цель готова уступить контроль над компанией тому лицу, сделка с которым будет для нее более приемлемой. С его стороны поступит предложение о покупке корпорации-цели на более привлекательных условиях, чем те, которые выдвинула корпорация-агрессор. Корпорация-цель оговаривает те условия, которые бы она

[1] *Гохан П.* Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. 4-е изд. М.: Альпина Паблишер, 2014. С. 253.

хотела видеть в этом предложении. Например, не распродавать компанию по частям, не увольнять ключевых менеджеров или наиболее ценных сотрудников. За это компания — «белый рыцарь» предполагает получить высокую цену либо некоторую часть активов корпорации-цели. Существуют серьезные трудности в поиске такого «белого рыцаря», поэтому корпорация-цель может обратиться к дружественным компаниям, работающим в том же отраслевом сегменте рынка, или к инвестиционным компаниям и банкам, занимающимся сделками на рынке слияний и поглощений.

Похожим методом защиты является *поиск «белого сквайра»* (white squire). Корпорация-цель ищет дружественную компанию, которая купит крупный пакет ее акций, но, во-первых, не будет претендовать на установление контроля над корпорацией-целью, а во-вторых, не продаст этот пакет корпорации-агрессору. Чаще всего в таком крупном пакете преобладают привилегированные акции. Компания, выступившая в роли «белого сквайра», занимает позицию невмешательства.

Применение «тактики выжженной земли» (scorched earth) означает, что корпорация-цель избавляется от тех активов и имущества, которые наиболее привлекают корпорацию-агрессора. Она продает такие активы — «драгоценности короны» или передает их дочерним компаниям. Кроме того, корпорация-цель может приобрести активы, которые вовсе не нужны или не привлекают корпорацию-покупателя, либо те, приобретение которых повлечет за собой проблемы в антимонопольной сфере.

Изменение структуры капитала корпорации-цели, которое может осуществляться несколькими путями:

1) увеличение количества акций в обращении путем размещения новой эмиссии;

2) уменьшение количества акций в обращении путем их скупки у собственных миноритарных акционеров;

3) принятие на себя большего размера долговых обязательств, в том числе за счет выпуска «бросовых облигаций». «Бросовые облигации» — это высокорискованные ценные бумаги с неясными рыночными перспективами, но с высоким уровнем доходности. Срок их обращения, как правило, не очень длительный. Если сделка будет реализована успешно, то облигации погашаются, а их держатели получают основную сумму долга и заранее объявленный значительный доход.

Защита Пэк-Мэна (Pac Man defence) применяется компанией-целью для осуществления контрпоглощения, т. е. она делает компании-агрессору, которая осуществляет враждебное поглощение, тендерное предложение на покупку ее акций. Такой способ защиты применяется с целью отвлечения ресурсов компании-агрессора. На практике применяется нечасто. Очень похоже на то, что компания-цель использует в данном случае тактику гринмейла.

Судебное разбирательство или тяжба (letigation) достаточно часто используется и в зарубежной, и в российской практике слияний и поглощений. Является распространенным инструментом затягивания процесса поглощения, дает компании-цели время, необходимое для поиска «белого рыцаря» или «белого сквайра». Используется одной из сторон сделки по поглощению. Корпорация-агрессор подает иск на действия корпорации-цели, связанные, например, с нарушением антимонопольного законодательства, требований к раскрытию своевременной и достоверной информации, нарушением законодательных норм по защите прав и интересов акционеров. Корпорация-цель подает встречный иск на действия компании-захватчика.

Действенным методом являются обращения в средства массовой информации, в общественные организации, в органы государственной власти и местного самоуправления, размещение информации в социальных сетях и т. п., так называемая *PR-защита*. Важно при этом, чтобы у компании-цели был сформирован имидж социально ответственной корпорации, значимой для развития территории, где она расположена, имеющей народнохозяйственное значение. В свою очередь, PR-защита может отрицательно повлиять на компанию-агрессора, начав против нее информационную войну. Привлечение внимания к процессу враждебного поглощения общественности и органов власти может воспрепятствовать действиям захватчика.

Мы рассмотрели далеко не все варианты превентивных и активных мер противозахватной защиты, которые известны и применяются на рынке слияний и поглощений в мировой и российской практике. Наша задача заключалась в том, чтобы показать в данном разделе, насколько сложные управленческие и финансовые решения приходится принимать компаниям на рынке корпоративного контроля. Подчеркнем, что когда процедура поглощения начата, корпорации-цели необходимо использовать любые способы защиты комплексно, не останавливаясь на том методе, который кажется предпочтительным.

Вопросы для самопроверки

1. Назовите и охарактеризуйте факторы, которые влияют на формирование стратегии защиты от враждебного поглощения.
2. Почему отношение участников корпорации к сделкам поглощения различается в зависимости от модели корпоративного управления? В чем это проявляется?
3. По каким критериям можно охарактеризовать дружественные и враждебные поглощения?
4. Какие превентивные противозахватные мероприятия практикуются компаниями на рынке слияний и поглощений?
5. Какие способы защиты могут быть использованы компанией-целью, когда поглощение уже начато?

17.4. Финансовое обеспечение сделок слияний и поглощений

Основным мотивом при решении вопроса об осуществлении сделки по слиянию и поглощению менеджментом компании-инициатора является получение синергетического эффекта. Синергетический эффект в финансовом плане будет выглядеть следующим образом:

$$Vxy > Vx + Vy, \tag{17.1}$$

где Vxy — объединенная стоимость компаний X и Y; Vx — стоимость компании X — инициатора сделки (компании-покупателя); Vy — стоимость компании Y — компании-цели.

Топ-менеджмент компании примет решение, если будет иметь место экономическая выгода от сделки, т. е. доходы от слияния или поглощения превысят издержки на их осуществление, что иллюстрирует формула

$$NVx = Viy - Cx > 0, \tag{17.2}$$

где NVx — выгода от сделки слияния или поглощения для компании X; Viy — инвестиционная ценность компании Y; Cx — издержки компании X на приобретение компании Y.

Если значение NVx положительное, то слияние двух компаний экономически оправдано. Но всегда надо иметь в виду, что компания — инициатор сделки несет издержки по приобретению компа-

нии-цели. Далее в этом параграфе мы рассмотрим различные способы оплаты сделок.

Наиболее распространенный способ — оплата сделки денежными средствами. Определение издержек будет иметь вид

$$Cx = W - Vy, \tag{17.3}$$

где W — денежные средства компании X, направленные на приобретение компании Y.

Чистая приведенная стоимость для акционеров компании X, возникающая при слиянии с компанией Y, будет иметь вид разности между выгодой и издержками:

$$NPVx = NVx - Cx = Vxy - (Vx + Vy) - (W - Vy), \tag{17.4}$$

где $NPVx$ — чистая приведенная стоимость для акционеров компании X.

Надо помнить о том, что в величине $NPVx$ есть та часть выгоды, которую получат акционеры компании Y от предложения сделки по слиянию или поглощению от компании X. Приведем наглядный пример.

Пример.

Рыночная стоимость компании X — 1000 млн р.

Рыночная стоимость компании Y — 500 млн р.

Прогнозируемый синергетический эффект от сделки по слиянию будет обеспечен выигрышем от масштаба производства и составит 250 млн р.

Рассчитаем объединенную стоимость компании XY:

$$Vxy = 1000 + 500 + 250 = 1750 \text{ млн р.}$$

Компания X сделала тендерное предложение о приобретении компании Y за 700 млн р. с оплатой денежными средствами.

Рассчитаем издержки слияния для компании X, которые составят:

$$700 - 500 = 200 \text{ млн р.}$$

Понимаем, что 200 млн р. — это издержки слияния для компании X, а для акционеров компании Y это выгода от сделки, которую они получат по сравнению с рыночной стоимостью своей компании.

Рассчитаем выгоду от сделки слияния для компании *X*:

$$NPVx = 250 - 200 = 50 \text{ млн р.}$$

Проверим, какую чистую выгоду от сделки по слиянию получат акционеры компании *X* — инициатора сделки:

$$NPVx = (1750 - 700) - 1000 = 50 \text{ млн р.}$$

Мы привели весьма упрощенный пример с немедленной оплатой сделки в виде денежных средств. В реальной практике приходится не только проводить расчеты чистой приведенной стоимости компании *X*, но и анализировать, как отнесутся потенциальные инвесторы к известию о предполагаемой сделке слияния или поглощения. Их отношение к сделке будет проиллюстрировано изменением курсовой стоимости акций этих двух компаний, прежде всего компании-покупателя *X*. Если курсовая стоимость акций компании *X* возрастет, это будет означать положительную реакцию инвесторов на сделку, их согласие с уверенностью топ-менеджмента корпорации — инициатора сделки в получении предполагаемой выгоды. Если курсовая стоимость акций компании *X* будет падать после объявления о сделке слияния, то это будет сигналом менеджменту корпорации-покупателя о том, что выгоды от сделки могут быть не достигнуты, а сумма приобретения компании *Y* значительно завышена.

Таким образом, любое решение о целесообразности сделки слияния или поглощения должно быть серьезно аргументировано и принято на основе тщательного анализа всех факторов, обусловливающих сделку. Американские исследователи в свое время подсчитали, что в процессе подготовки сделок по слиянию и поглощению крупных компаний приходится потратить время от нескольких месяцев до трех лет, совершить двенадцать тысяч нестандартных шагов и операций, привлечь к осуществлению сделки до 300 специалистов разного профиля.

Большое значение для успешной реализации сделок слияний и поглощений имеют способы их финансового обеспечения или методы оплаты сделок. В специальной экономической литературе дается подробная характеристика таким методам, как (рис. 17.6):

– оплата собственными денежными средствами;

– оплата заемными денежными средствами (например, банковскими кредитами, частными займами, средствами руководителей компании-цели);

– оплата обыкновенными акциями;

– оплата долговыми ценными бумагами (путем размещения вексельных программ или облигационных займов);

– оплата конвертируемыми ценными бумагами (привилегированными акциями или облигациями);

– оплата с помощью лизинга;

– условный метод оплаты).

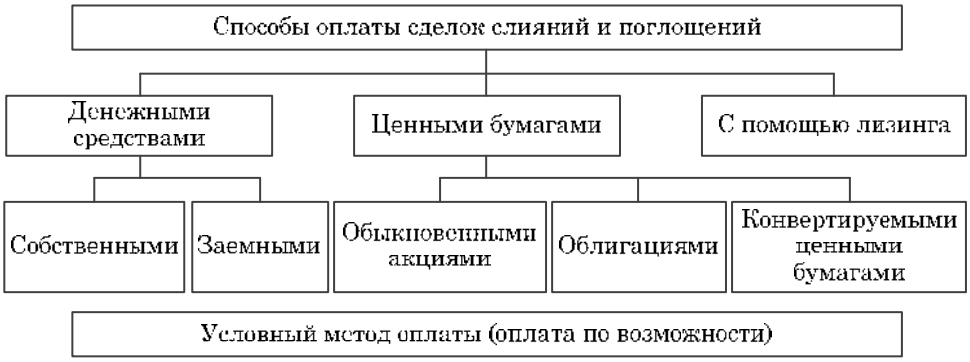

Рис. 17.6. Основные способы финансирования сделок слияний и поглощений

В целом можно сказать, что способы оплаты бывают двух типов: наличные и безналичные. Каждому из них присущи определенные достоинства и недостатки. Зачастую на практике используется комбинирование различных способов финансирования сделок слияний и поглощений с целью повышения эффективности приобретения компаний.

Рассмотрим перечисленные способы более подробно.

Оплата сделок слияния и поглощения денежными средствами является наиболее распространенным способом. Это связано с тем, что деньги — прозрачный товар, и независимо от того, в какой валюте сделка будет осуществляться, всегда можно рассчитать ее реальную стоимость, достичь баланса экономических интересов продающей и покупающей сторон. При оплате денежными средствами существенно сокращается срок реализации сделки. Не надо заниматься длительной процедурой эмиссии ценных бумаг, если они будут выбраны в качестве метода оплаты, их размещением, отпадает необходимость получения разрешительных документов, связанных с выпуском ценных бумаг, в Банке России. До того как сделать предложение компании-цели, корпорация-покупатель может приобрести на откры-

том финансовом рынке определенный пакет ее акций, как правило, не менее 20 %, а затем предложить выкупить оставшиеся акции у собственников компании-цели по установленной цене, как правило, выше рыночной. Единственное условие, которое должно быть соблюдено: акции должны выкупаться по единой для всех групп акционеров цене. Акционеры компании-цели четко понимают, какова стоимость их бизнеса, предложенная к оплате. Если бы оплата происходила путем обмена акциями, то здесь перед акционерами компании-цели стояла задача определения стоимости акций, зависящая прежде всего от состояния экономических процессов в стране и конъюнктуры фондового рынка. Важным фактором, влияющим на согласие акционеров компании-цели получить в качестве оплаты стоимости их компании денежные средства, является налогообложение. Для акционера — физического лица при продаже акций может быть сформирован доход от превышения стоимости акций, указанной в предложении о слиянии, над стоимостью акций в момент их приобретения акционером в свой инвестиционный портфель. В этом случае у акционера возникнет обязанность уплаты налога на прирост капитала. Однако у акционеров компании-цели появляется возможность, получив денежные средства от продажи акций, диверсифицировать свой инвестиционный портфель, рассмотрев возможности вложения денежных средств в более прибыльные финансовые активы. Можно сказать, что предложение об оплате сделки денежными средствами скорее встретит понимание и одобрение той компании-цели, где в составе собственников преобладают миноритарные акционеры и физические лица. Следует отметить и тот факт, что при оплате сделки денежными средствами акционеры компании-цели получают долю принадлежащего им акционерного капитала и уходят с рынка, не принимая больше никакого участия в деятельности корпорации-покупателя. Структура капитала корпорации-покупателя и степень влияния отдельных групп акционеров на ее деятельность остается неизменной.

Обычно корпорация — инициатор сделки слияния или поглощения использует внутренние источники денежных ресурсов. Однако зачастую их может быть недостаточно. Тогда корпорация-покупатель привлекает заемное финансирование в виде банковских кредитов, частных займов или средств высшего топ-менеджмента компании-цели. В последнем случае говорят о *выкупе управления*.

В табл. 17.6 систематизированы основные преимущества и недостатки, свойственные способу финансирования сделок слияний и поглощений денежными средствами.

Таблица 17.6

Преимущества и недостатки оплаты сделок денежными средствами

Преимущества	Недостатки
1. Сохранение структуры собственности акционеров корпорации-покупателя. 2. Сохранение на прежнем уровне соотношения экономических интересов разных групп акционеров. 3. Более низкие требования к прозрачности бизнеса компаний, притом что сами денежные средства — прозрачный товар (в какой бы валюте — национальной или иностранной — ни производилась оплата сделки). 4. Выплата более высокой премии акционерам компании-цели, достижение баланса экономических интересов корпорации-покупатели и компании-цели. 5. Доходность активов компании-цели выше, а финансовые риски ее акционеров ниже. 6. Сокращение временного периода реализации сделки, поскольку отпадает необходимость разрешительных процедур со стороны регулирующих государственных органов. 7. Повышение маневренности акционеров компании-цели для диверсификации своих инвестиционных портфелей	1. Появление налоговых обязательств у акционеров компании-цели при продаже акций. Если стоимость, которую акционеры получают при продаже своих акций, выше, чем они заплатили при их покупке, то по законодательству большинства стран прирост капитала облагается налогом. Поэтому приобретение компании за счет денежных средств можно считать более дорогостоящим способом оплаты. 2. При недостаточности собственных денежных средств необходимость привлечения заемных финансовых ресурсов, что может привести к изменению структуры капитала корпорации-покупателя. 3. Использование заемных денежных средств в виде банковского кредита требует оформления залога, который, как правило, в полтора раза больше, чем объем привлекаемых средств. В случае недостаточности залоговых активов возможно поручительство третьих лиц. 4. Отвлечение денежных средств из операционного оборота корпорации-покупателя на длительный период времени

Вторым также достаточно распространенным способом оплаты сделок по слиянию и поглощению является *акционерное финансирование*, которое может осуществляться в виде:

– обмена пакетами акций компаний, участвующих в сделке;

– эмиссии акций новой объединенной компании на первом этапе и обмен акций компаний, участвующих в сделке, на акции вновь созданной компании на втором этапе; акции вновь созданной объединенной компании будут обращаться на рынке ценных бумаг;

– обмена акций корпорации-цели на акции корпорации-покупателя в том соотношении, которое будет установлено условиями сделки; акции компании, которая прекратит свое функционирование, должны быть выкуплены и погашены, реестр владельцев ценных бумаг аннулирован.

Данный способ оплаты сделок слияния и поглощения представляется выгодным и для корпорации-покупателя, и для корпорации-

продавца. Корпорация-покупатель сохраняет в своем операционном обороте денежные средства, не привлекает заемный капитал и тем самым не изменяет структуру капитала.

Поскольку денежные средства остаются в обороте компании, то у нее более высокие инвестиционные возможности, в том числе связанные с размером сделки слияния. Но и для компании-цели предложение оплаты сделки обыкновенными акциями будет интересным, если на рынке ценных бумаг установился повышательный тренд, т. е. рыночная стоимость акций имеет тенденцию к росту. Акционеры компании-цели при ее продаже уже не будут принимать участие в ее деятельности, но экономические интересы у них сохраняются, так как они рассчитывают получать регулярный доход в форме дивидендов. Многое будет зависеть от того, насколько длительный период времени акционеры компании-цели, получив в качестве оплаты акции корпорации-покупателя или вновь выпущенные акции объединенной компании, захотят оставаться совладельцами этой новой компании. На их решение будет влиять состояние фондового рынка и уровень его ликвидности. Заметим, что практика выпуска обыкновенных акций для оплаты сделок слияния или поглощения свидетельствует о значительных временных и материальных затратах корпорации-покупателя, связанных с подготовкой эмиссии обыкновенных акций, их размещением. Имеет место изменение структуры собственности, размывание акционерного капитала. Все это приводит к тому, что доля финансирования сделок слияний и поглощений обыкновенными акциями в несколько раз ниже, чем сделок с оплатой денежными средствами.

В табл. 17.7 систематизированы основные преимущества и недостатки, свойственные способу финансирования сделок слияний и поглощений обыкновенными акциями.

Таблица 17.7

Преимущества и недостатки оплаты сделок обыкновенными акциями

Преимущества	Недостатки
1. Не происходит отвлечения денежных средств из операционного оборота корпорации-покупателя на длительный период времени, денежная наличность не переходит к акционерам корпорации-цели.	1. Увеличивается временной период реализации сделки, поскольку требуется получение разрешительных документов со стороны регулирующих государственных органов на осуществление эмиссии и размещение акций.

Окончание табл. 17.7

Преимущества	Недостатки
2. Сохранение денежных ресурсов в обороте корпорации-покупателя повышает ее инвестиционные возможности на долгосрочном и среднесрочном горизонтах. 3. Налоговые обязательства у акционеров компании-цели при обмене акциями не возникают, выплата налогов отсрочена, так как обязанность уплатить налог возникает при продаже акций. 4. Оказывает положительное влияние на размер сделки слияния и поглощения. 5. Акционеры корпорации-цели не просто продают свою компанию, а практически осуществляют прямые инвестиции в новую компанию, сохраняя свои экономические интересы в проданной компании и участвуя в полученных прибылях	2. Увеличение количества обыкновенных акций приводит к размыванию акционерного капитала корпорации-покупателя и к угрозе потери контроля над компанией. 3. Повышаются финансовые риски акционеров компании-цели и возникает значительный уровень неопределенности, связанный с состоянием фондового рынка. 4. Дорогостоящая форма привлечения капитала связана с транзакциями и необходимостью выплачивать дивиденды новым акционерам из компании-цели длительный период времени. 5. Увеличение количества акций корпорации-покупателя в обращении может повлиять на изменение их рыночной стоимости, так как снижается их доходность (в связи со снижением размера дивидендов, приходящихся на одну акцию)

Оплата долговыми ценными бумагами, т. е. ценными бумагами, удостоверяющими заем на определенный период времени и который должен быть погашен по истечении этого срока. К таким ценным бумагам относятся векселя и облигации. Этот способ финансирования сделок слияний и поглощений используется редко, так как он значительно увеличивает долговую нагрузку на компанию-покупателя. Применяют его в том случае, когда корпорация-покупатель реализует крупную сделку поглощения, под которую ей нужно мобилизовать значительные финансовые ресурсы. Как правило, речь идет о дружественном поглощении, когда нет возможности привлечь необходимый объем средств из других источников и можно решать этот вопрос в переговорном процессе. Конечно, увеличение долговой нагрузки на компанию является отрицательным фактором в реализации сделки, но с другой стороны, размещение облигационного займа на длительный период времени даст возможность компании, не размывая акционерный капитал и не изменяя степень влияния конкретных акционеров в отношении решения вопросов, связанных с деятельностью компании-покупателя, использовать привлеченные ресурсы для приобретения компании-цели и в дальнейшем аккумулировать необходимый объем денежных средств для погашения основной

суммы долга. Выплата регулярных процентных платежей за пользование привлеченными ресурсами будет снижать финансовую напряженность в деятельности компании-покупателя. Однако именно здесь возникает серьезная финансовая проблема — определение размера процентной ставки по займу, которая одновременно была бы привлекательной для владельцев компании-цели и посильной для компании-покупателя. Как правило, по корпоративным облигациям устанавливается фиксированная процентная ставка. В этом и таится основная опасность при изменении ситуации на финансовом рынке. Если облигационный заем размещается в период, когда на рынке действует высокая ключевая ставка и компания-эмитент вынуждена на нее ориентироваться, то в дальнейшем ключевая ставка может существенно снизиться и выполнять свои обязательства компании-эмитенту будет затруднительно. К тому же выпуск облигаций с плавающей процентной ставкой вряд ли будет интересен акционерам, которые приобретают риск снижения своих доходов при изменении рыночной ситуации.

Анализ статистических данных об оплате сделок слияний и поглощений *конвертируемыми ценными бумагами* показывает, что этот способ используется еще реже, чем оплата долговыми ценными бумагами.

Использование лизинга как метода оплаты сделок слияний и поглощений. Суть этого способа финансирования состоит в том, что лизинговая компания приобретает тот имущественный комплекс (компанию-цель), который является предметом интереса корпорации-покупателя и передается ей как лизингополучателю. Заключается договор между лизинговой компанией и лизингополучателем о том, что по истечении срока действия договора лизингополучатель (корпорация — инициатор сделки по слиянию) имеет право выкупить имущественный комплекс (компанию-цель) по заранее определенной цене. После того как лизинговые платежи будут полностью завершены, компания-цель будет передана в собственность лизингополучателю. Отметим, что такая форма финансирования сделок применима не ко всем компаниям, а, как правило, к компаниям средней или малой капитализации (например, к организациям сферы услуг или отрасли торговли). При этом имущественный комплекс в целом или его большая часть должен представлять ликвидный актив и по стоимости быть основной частью компании, подлежащей выкупу. Более интересной представляется схема оплаты сделки слияния или поглощения при помощи возвратного лизинга. Цель его применения для корпора-

ции-лизингополучателя состоит в высвобождении денежных средств, которые могут быть направлены на финансирование слияния. Компания продает свое имущество лизинговой компании, а потом, заключив договор, берет его в лизинг. Большая часть стоимости имущества возвращается корпорации-собственнику, он только в течение определенного договором времени вносит за пользование имуществом регулярные лизинговые платежи. Средства, полученные от лизинговой компании за продажу ей своего имущества, корпорация-собственник может направить на инвестиционные цели, в том числе профинансировать сделку слияния или поглощения.

Условный метод оплаты или способ оплаты по возможностям применяется для того, чтобы облегчить корпорации-покупателю приобретение корпорации-цели, если последняя запрашивает слишком высокую цену. Топ-менеджмент корпорации-цели считает, что она недооценена и в будущем ее капитализация вырастет, а топ-менеджмент корпорации-покупателя предполагает, что компания переоценена и запрашиваемая цена далека от реальной, т. е. налицо большая разница между запрашиваемой ценой на продажу компании-цели и предлагаемой ценой на ее покупку со стороны компании-покупателя. При этом совершенно неважно, какие способы оплаты предлагаются — денежные средства, обыкновенные акции, долговые ценные бумаги или другие. Компания-цель приобретается поэтапно. На первом этапе оплачивается часть суммы сделки — от 60 до 90 %. Оставшаяся часть должна быть уплачена только тогда, когда будут достигнуты цели слияния (например, увеличена доля присутствия компании на товарном рынке, обеспечен рост объема продаж, сформирована прибыль с учетом прогнозируемых показателей и т. д.). Как правило, период времени, который занимает достижение целей слияния, составляет не менее трех лет. Достоинством условного метода оплаты является возможность корпорации-покупателя существенно снизить первоначально запрашиваемую стоимость сделки, оценить выгоды и издержки приобретения компании-цели, формировать прибыль объединенной компании с участием компаний — сторон сделки и из сформированной прибыли поощрять собственников компании-цели и ее топ-менеджмент.

Таким образом, можно сделать вывод, что выбор способа финансирования сделок слияний и поглощений оказывает серьезное влияние на эффективность приобретения бизнеса. Наиболее распространенными способами из рассмотренных выше являются оплата сделок денежными средствами или обыкновенными акциями, что не исклю-

чает комбинирование других известных способов. Основой принятия решений является тщательный сравнительный анализ расчетов эффективности каждого из способов, проведенных для конкретной сделки.

Вопросы для самопроверки

1. Что понимают под выгодами и издержками слияния и поглощения компаний?
2. Назовите известные вам способы оплаты сделок слияния и поглощения компаний. Коротко их охарактеризуйте.
3. Какие преимущества способа оплаты сделок слияния и поглощения денежными средствами позволяют считать его наиболее предпочтительным и для корпорации-покупателя, и для компании-цели?
4. Назовите и прокомментируйте недостатки способа оплаты сделок слияния и поглощения денежными средствами.
5. Охарактеризуйте преимущества оплаты сделки по приобретению компании-цели обыкновенными акциями для компании-покупателя.

Литература по теме

Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: учеб. пособие / пер. с англ.; под науч. ред. Н. Н. Барышниковой. 2-е изд. М.: Олимп-Бизнес, 2004. 1087 с.

Гохан П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний: пер. с англ. 4-е изд. М.: Альпина Паблишер, 2014. 741 с.

Мецгер А. А., Первушина А. В. Корпоративное управление: учеб. пособие для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. Екатеринбург: Гуманитарный ун-т, 2011. 768 с.

Решетникова Т. В., Решетников А. И., Чилимова Т. А. Корпоративные финансы: крат. курс лекций. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2017. 124 с.

Основные термины

Слияние — возникновение нового юридического лица, нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ. Компании, участвующие в процессе слияния, ликвидируются.

Присоединение — прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому.

Разделение — прекращение деятельности общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым компаниям. В этом случае материн-

ская компания преобразуется в новые независимые юридические лица с передачей им всех своих активов и пассивов.

Выделение — создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей. Материнская компания продолжает свое функционирование, и часть акционеров может получить взамен своей доли акций в материнской компании долю в новой компании.

Реорганизация компании — изменение ее организационно-правовой формы; формально ее имущество, права и обязанности передаются вновь созданному юридическому лицу.

Слияния и поглощения — множественность сделок между хозяйствующими субъектами, в результате которых происходит смена собственника, объединение компаний для дальнейшего функционирования под эгидой компании — инициатора сделки либо переход контрольного пакета акций от одной из сторон сделки к другой.

Синергетический эффект — совокупный результат взаимодополняющего действия активов двух или нескольких компаний, который превышает суммарный итог отдельно работающих на рынке структур.

Горизонтальные слияния — происходят между корпорациями, работающими в одном сегменте рынка (в одной отрасли) и специализирующимися на производстве сходной продукции или оказании сходных услуг.

Вертикальные слияния — объединение компаний разных отраслей, связанных технологическим процессом производства готового продукта.

Родовые (параллельные) слияния компаний — объединение компаний, выпускающих взаимосвязанные товары.

Конгломеративные слияния — объединение компаний различных отраслей без наличия производственной общности, т. е. слияние фирмы одной отрасли с фирмой другой отрасли, не являющейся ни поставщиком, ни конкурентом; компании абсолютно не соприкасаются между собой ни сегментом рынка, ни снабженческими связями.

Дружественное поглощение — такое, при котором контрольный пакет акций инвестор (компания-покупатель) формирует при непосредственном участии топ-менеджеров компании-цели, получив их предварительное согласие и последующую поддержку.

Враждебное поглощение — такое, которое осуществляется инвестором (компанией-покупателем) без участия менеджмента компании-цели, более того, с его явным или скрытым противодействием, с желанием максимально усложнить процесс поглощения.

Рейдерство — враждебное поглощение с целью скупки недооцененных активов и установления контроля над активами бизнес-единицы.

18 Формы и инструменты международных расчетов, применяемые в деятельности корпораций

18.1. Сущность и особенности международных расчетов

Важным аспектом функционирования корпораций выступает возможность оперативно осуществлять расчеты с контрагентами. В условиях экономической глобализации значительная часть платежей осуществляется зарубежным партнерам, поэтому актуальным является вопрос реализации не только внутристрановых, но и международных расчетов.

Международные расчеты (international settlements) — это операции между юридическими и физическими лицами разных стран, которые проводятся в безналичной форме через банковское учреждение и сопровождают финансовые обязательства контрагентов по сделкам.

Международные расчеты основываются на определенных договоренностях сторон об условиях проведения и порядке осуществления всех операций. Можно сказать, что международные расчеты — это система организации и регулирования платежей по денежным требованиям и обязательствам, возникающим между субъектами, находящимися в разных странах.

Субъектами международных расчетов выступают: импортер, экспортер, банк импортера, банк экспортера.

В сферу международных расчетов входят расчеты: во внешней торговле за товары и услуги; по некоммерческим операциям; по ссудам и движению капитала между странами.

Одна из специфических характеристик международных расчетов — отсутствие общего для всех участников отношений платежного средства.

Под *формой расчетов* принято понимать используемые в международной коммерческой и банковской практике способы оформления, передачи и оплаты товарораспорядительных и платежных документов. Международные расчеты проводятся в форме *документарного аккредитива, документарного инкассо* и *банковского перевода* и обладают следующими особенностями.

1. *Отношения, связанные с оформлением, пересылкой, обработкой различных документов, проведением платежей*, в которые вступают экспортеры, импортеры и обслуживающие их банки, *опосредованы от внешнеторгового контракта*, однако в нем фиксируется выбранная для проведения расчетов форма.

Обязанности участников, исходя из выбранной формы расчетов, распределяются по-разному. Максимальная доля участия банков отмечается при работе с аккредитивом (на банке лежит ответственность за тщательную проверку всех документов, сопровождающих внешнеторговую операцию, депонированию денежных средств для ее проведения и их перечислению экспортеру). Менее значительная доля участия при инкассовой форме расчета (банк принимает на себя обязательство передать документы на распоряжение товаром импортеру при выполнении последним условий инкассо). При банковском переводе доля участия банков является минимальной (банк только выполняет поручение импортера о перечислении денежных средств экспортеру и несет небольшую ответственность за состояние документов).

2. *Регулирование международных расчетов осуществляется* не только национальными нормативными законодательными актами, но и *международными соглашениями*, банковскими правилами и обычаями.

3. *Международные расчеты являются объектом унификации*. Так, созданная в начале XX в. в Париже Международная торговая палата разработала унифицированные правила и обычаи для документарных аккредитивов, инкассо, договорных гарантий (стандарты унификации по договорным гарантиям приняли к использованию не все страны). Унификация чекового и вексельного обращения строится на международных Вексельной и Чековой конвенциях, принятых в Женеве в 1930 и 1931 гг. соответственно. Помимо этого существуют международные правила толкования торговых терминов во внешней торговле — Инкотермс (Incoterms — international commercial terms), впервые опубликованные в 1936 г., к настоящему времени имеющие большое количество редакций, включающих поправки и дополнения.

Данные правила способствуют стандартизации и увеличению эффективности сделок по внешнеторговым контрактам.

4. *Документарный характер международных расчетов* предполагает их осуществление против финансовых и коммерческих документов, т. е. банковское учреждение должно проверить компетентность и содержание всех документов (товарораспорядительных, транспортных, расчетных, страховых), сопровождающих сделку.

5. *Проведение международных расчетов в различных валютах* показывает их сильную связь с куплей-продажей валют, открытием счетов различным субъектам в иностранной валюте, нерезидентам — в национальной валюте, т. е. с многообразными валютными операциями. Поэтому можно также говорить о том, что на эффективность международных расчетов будет оказывать влияние изменение валютных курсов.

В действующей практике торговых отношений существует многообразие форм проведения международных расчетов, которые различаются исходя из взаимного доверия контрагентов и роли банков, непосредственно осуществляющих расчеты. Также на выбор формы расчетов и инструмента ее реализации будут влиять: репутация обеих сторон, платежеспособность покупателя, состояние конъюнктуры на товарном рынке по продаваемому товару или услуге, наличие межправительственных соглашений.

Реализация зарубежными партнерами своих обязательств во многом определяет форму, выбранную для международных расчетов. Правильный выбор условий и формы осуществления международных расчетов (оговариваются во внешнеэкономическом контракте) влияет на скорость и гарантию оплаты, сумму расходов на финансово-банковские операции, снижает вероятность взаимных претензий и возможных убытков сторон.

Вопросы для самопроверки

1. Что такое «международные расчеты»?
2. Каковы особенности организации международных расчетов?
3. Перечислите нормативные документы, регламентирующие проведение международных расчетных операций.
4. Назовите основные формы проведения международных расчетов.
5. Перечислите субъектов международных расчетов.

18.2. Применение документарного аккредитива в международных расчетах

Документарный аккредитив — это денежное обязательство банка перечислить установленную договором сумму третьему лицу (бенефициару), акцептовать или негоциировать[1] тратты, выставленные бенефициаром, по поручению клиента после представления документов, подтверждающих совершение сторонами всех действий, предусмотренных договором между плательщиком и получателем денежных средств.

Такая форма расчетов предусматривает правовую надежность, гибкие условия платежа, возможность получить краткосрочный кредит.

Международной торговой палатой (International Chamber of Commerce, МТП) разработаны Унифицированные правила и обычаи для документарных аккредитивов (Uniform Customs and Practice for Documentary Credits — UCP)[2], регулирующие международную практику использования аккредитивной формы расчетов путем определения форм, видов и конструкций аккредитивов.

Так, участниками в аккредитивной сделке выступают четыре стороны: экспортер (бенефициар по аккредитиву) и обслуживающий его банк-корреспондент (авизующий банк), импортер (приказодатель) и обслуживающий его банк-эмитент.

Общую схему документооборота при аккредитивной форме расчетов представим на рис. 18.1.

При аккредитивной форме расчетов выделяют три этапа: соглашение об аккредитиве; открытие аккредитива; использование аккредитива.

Заключая соглашение об аккредитиве, экспортер оговаривает его условия с импортером. На данном этапе следует определить форму и вид аккредитива, возможность и необходимость использования кон-

---

[1] Негоциация означает стоимостное определение тратты или документов банком.

[2] Первые унифицированные правила и обычаи для документарных аккредитивов были приняты на Венском конгрессе МТП в 1933 г. Были несколько раз пересмотрены и отредактированы, последняя версия (UCP600) была одобрена Банковской комиссией МТП в 2006 г. и вступила в силу с 1 июля 2007 г. Особенностью документа является то, что к нему присоединяются не государства, а банки и банковские ассоциации. В каждый документарный аккредитив включается оговорка, что он подчинен UCP.

струкций; срок действия аккредитива, пути и средства транспортировки, страховую защиту.

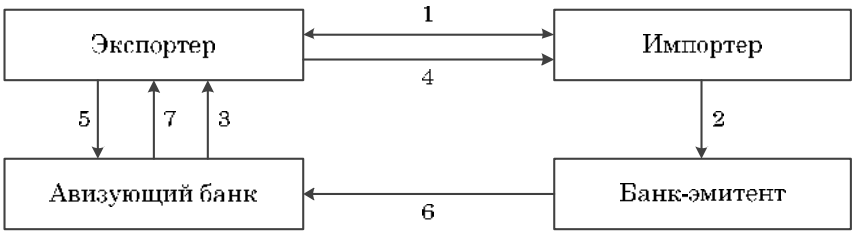

Рис. 18.1. Документооборот при аккредитивной форме расчетов:
1 — заключение договора о поставке товара; 2 — обращение импортера в банк с поручением на открытие аккредитива; 3 — сообщение авизующим банком экспортеру об открытии аккредитива; 4 — поставка товара; 5 — передача экспортером в банк необходимых документов; 6 — перечисление банком-эмитентом денежных средств в авизующий банк; 7 — зачисление денежных средств на счет экспортера

Если импортер принял предложение экспортера и подписал соглашение, он открывает аккредитив в пользу поставщика путем оформления поручения обслуживающему банку на открытие аккредитива. Поручение на открытие аккредитива должно содержать следующие реквизиты:

– форма аккредитива;
– способ передачи извещения об открытии аккредитива;
– банк-корреспондент бенефициара;
– реквизиты бенефициара;
– валюта и сумма платежа;
– срок действия аккредитива и дата истечения срока;
– документы, представляемые экспортером;
– страховая стоимость товара;
– товаросопроводительные документы;
– адрес перевозчика;
– дата отправки и срок отгрузки;
– условия поставки;
– наименование товара;
– частичные поставки и перевалки грузов;
– инструкции по дебетованию счета;
– подпись импортера.

После открытия аккредитива банк-эмитент сообщает об этом авизующему банку, который, в свою очередь, уведомляет об этом бенефициара. Сообщение об открытии аккредитива, или авизо, в ис-

ключительных случаях может поступать прямо в адрес бенефициара. У банка-корреспондента отсутствует обязанность подтверждать аккредитив. В этом случае он немедленно информирует об этом банк-эмитент и авизует аккредитив бенефициару без подтверждения.

При получении авизо бенефициар проверяет его соответствие договору. В случае несовпадения каких-либо условий бенефициар немедленно требует внесения изменений и предъявляет претензии непосредственно импортеру. При согласии с изменениями импортера и участвующих банков они приобретают юридическую силу.

Бенефициар не должен безоговорочно принимать аккредитив. Он может отказаться от использования аккредитива до истечения срока его действия без уведомления импортера и участвующих банков.

Когда экспортер отгрузил товар, подготовил необходимые документы и представил их в банк-корреспондент, происходит использование аккредитива. Исполняющий банк обязан проверить соответствие представленных документов документам, предусмотренным аккредитивом, и может осуществить платеж, только если все условия соблюдены. Таким образом, банк, принимая решение о принятии документов, обязан применять принципы строгого соблюдения документов и сроков.

Дата истечения срока для представления документов и предельный срок отгрузки, указанные в аккредитиве, должны строго соблюдаться. По документам, предъявленным позже, банк имеет право платеж не осуществлять. Если в аккредитиве не указана предельная дата для представления документов, то она совпадает с датой истечения срока аккредитива. Место истечения срока действия аккредитива обычно определяется в зависимости от того, где территориально находится исполняющий банк. После проверки документов и выполнения условий по аккредитиву экспортер получает оплату за товар.

Можно выделить следующие критерии классификации для выделения различных форм документарного аккредитива (табл. 18.1).

Отзывный аккредитив может быть аннулирован или изменен банком-эмитентом чаще всего без уведомления экспортера по требованию импортера. Такой аккредитив не влечет правового платежного обязательства банка, никогда не подтверждается авизующим банком.

Безотзывный аккредитив (любой аккредитив при отсутствии указания об иной форме) не может быть изменен или аннулирован до истечения срока его действия без согласия экспортера, а также обслуживающих сделку банков.

Таблица 18.1

Формы документарного аккредитива

Классификация	Форма аккредитива
1. По возможности изменения	Безотзывный; отзывный
2. По наличию дополнительных обязательств банка	Подтвержденный; неподтвержденный
3. По виду исполнения	Платежный; акцептуемый; негоциируемый
4. По переадресуемости	Трансферабельный (переадресуемый); нетрансферабельный (непереадресуемый)
5. По наличию покрытия	Покрытый; непокрытый
6. По возобновляемости	Револьверный (возобновляемый); неревольверный (невозобновляемый)

Примечание. Сост. по: *Международные* валютно-кредитные отношения / Н. Н. Мокеева, Е. Б. Бедрина, Е. Г. Князева и др.: учебник. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2018. С. 309.

Подтвержденный безотзывный аккредитив предполагает подтверждение банка-корреспондента гарантированно произвести платеж в пользу экспортера. Данная форма нивелирует риск перевода денежных средств и страновой риск.

При неподтвержденном безотзывном аккредитиве такая гарантия со стороны банка-корреспондента отсутствует (он только авизует экспортеру открытие аккредитива).

Трансферабельный аккредитив разрешает экспортеру передачу прав на получение части денежных средств третьему лицу (посреднику). Такой перевод возможен однократно. Посредник не имеет права перевести аккредитив кому-либо еще.

Нетрасферабельный аккредитив указанной возможности передачи выручки не предполагает.

Покрытыми называются аккредитивы, при открытии которых банк-эмитент депонирует денежные средства (покрытие), как правило, на счет в банке-корреспонденте в сумме аккредитива для осуществления выплат экспортеру. При отсутствии такого или иного (например, страховой депозит) покрытия аккредитив считается непокрытым.

Револьверный аккредитив предполагает возобновление части суммы аккредитива по мере осуществления выплат в рамках установленного лимита и сроков действия аккредитива.

В зависимости от способа исполнения (использования) аккредитива в международной практике выделяют следующие их виды.

1. *Аккредитив с платежом по предъявлении* называют самым распространенным. В случае соблюдения всех условий аккредитива расчеты с экспортером производятся сразу после представления необходимых документов (с учетом времени необходимого для проверки документов). В большинстве случаев выручка поступает бенефициару немедленно. Но если аккредитив был только авизован, банк-корреспондент может задержать платеж до поступления средств от банка-эмитента.

2. *Аккредитив с акцептом тратт бенефициара* (рамбурсный[1]) предполагает возможность бенефициара требовать, чтобы после выполнения условий по аккредитиву тратта, выставленная им на импортера, была ему возвращена банком импортера или авизующим банком, снабженная акцептом. То есть вместо платежа осуществляется акцепт переводного векселя. Акцептованную тратту экспортер может передать банку-корреспонденту в день платежа (с получением оговоренной суммы полностью) или досрочно (в этом случае она будет погашена с дисконтом). Использование данного вида аккредитива гарантирует импортеру срок платежа и предоставляет возможность оплатить акцепт за счет выручки от реализации товара.

3. *Аккредитив с рассрочкой платежа* предусматривает получение бенефициаром платежа не при передаче документов банку, а в более поздний срок, определенный в аккредитиве. Платеж осуществляется банком-эмитентом в оговоренный день, закрепленный документально в аккредитиве. То есть импортер становится владельцем товара и документов до того, как произведена оплата. Отличие от предыдущего вида аккредитива состоит в отсутствии возможности быть дисконтированным подобно векселю. Платеж экспортеру может быть просрочен, если аккредитив является неподтвержденным.

4. *Револьверный аккредитив* покрывает стоимость частичных поставок, может применяться в случаях, когда товар поставляется импортеру определенными частями через определенные временные интервалы. Револьверный аккредитив может возобновляться и в отношении суммы, и в отношении срока. При использовании возобновляемых аккредитивов могут быть применены кумулятивная (накопительная) и некумулятивная основы. Первая предполагает, что суммы неиспользованных или частично использованных долей могут быть

[1] Рамбурс — требование платежа по аккредитиву.

добавлены к остающимся долям, вторая — что срок использования невостребованных долей истекает.

5. *Аккредитив с негоциацией тратт бенефициара* (коммерческий) выставляется банком-эмитентом в национальной валюте импортера, напрямую адресуется бенефициару и доставляется ему вместе с кредитным письмом[1], как правило, через посредника в лице банка-корреспондента. Оплата векселя гарантирована банком-эмитентом, негоциация возможна в любом банке, кроме случаев запрета негоциации конкретным банком по условиям аккредитива. Оплата комиссий по таким аккредитивам, если сумма выплачивается в стране бенефициара, производится за счет последнего.

6. *Аккредитив «Stand-by Credit»* (резервный) выступает заменой гарантий, которые в некоторых юрисдикциях (например, в большинстве штатов США) не могут выдаваться банками. Резервный аккредитив выступает инструментом косвенного обеспечения платежа, так как может быть реализован, если импортер не выполняет свои обязательства. Так, платежи по векселям, подлежащим оплате по предъявлении, погашение банковских кредитов, оплата товарных поставок, поставки товаров по договору, выполнение договоров подряда могут быть обеспечены с помощью резервного аккредитива.

7. *Переводной аккредитив* дает возможность торговому посреднику передавать свое право на получение денежных средств с аккредитива какому-либо поставщику. В данном случае торговому посреднику открывается безотзывный трансферабельный аккредитив. После получения уведомления об открытии указанного аккредитива торговый посредник может поручить банку перевести аккредитив на второго бенефициара (своего поставщика). Вторых бенефициаров согласно условиям переводного аккредитива может быть несколько, но они, в свою очередь, не имеют прав на дальнейший перевод аккредитива. При этом возможность обратного перевода первому бенефициару остается. Расходы по переводу аккредитива чаще всего несет торговый посредник. В силу того, что расчеты по основному аккредитиву могут быть произведены документами из переводного аккредитива, условия данных аккредитивов принципиально должны совпадать. Характерной чертой переводных аккредитивов является наличие ограничительных оговорок.

---

[1] В кредитном письме банк-эмитент дает бенефициару полномочия выставить вексель на него или на другого трассата, указанного в аккредитиве, либо на держателя аккредитива.

Любой вид аккредитива может быть с «красной оговоркой»[1], т. е. предусматривать выдачу авансовых платежей (до определенной суммы) авизующим банком экспортеру. Открывая подобный аккредитив, банк-эмитент обязуется возместить авизующему банку все выплаченные суммы даже в случае неотгрузки товара экспортером.

В ситуации, когда нет возможности перевести требование по аккредитиву поставщику, применяются разные конструкции аккредитивов: аккредитив «бэк-ту-бэк» (компенсационный аккредитив) и цессия (переуступка выручки по аккредитиву).

Встречный аккредитив в пользу экспортера при использовании конструкции аккредитива «бэк-ту-бэк» открывается банком посредника при наличии открытого в пользу посредника основного аккредитива (он будет гарантировать контраккредитив). Чаще всего конструкция применяется при компенсационных сделках и реэкспортных операциях. Практика применения в основном ограничивается выставлением встречных аккредитивов партнерами-компаниями в одном и том же банке. Важным аспектом является совпадение условий данных аккредитивов, за исключением цен и счетов-фактур. То есть в такой конструкции используются два независимых друг от друга в правовом смысле аккредитива, объединенных экономическими отношениями.

Вторая конструкция — цессия — предполагает возможность бенефициара по аккредитиву полностью или частично переуступить выручку по аккредитиву в пользу третьего лица (субпоставщика). Таким образом, отсутствие в аккредитиве указания на то, что он является переводным, не лишает бенефициара права переуступить часть выручки. Однако необходимо отметить, что выплата цессионарию будет произведена только после осуществления платежа по аккредитиву.

Основными недостатками аккредитивной формы расчетов для контрагентов можно назвать задержки из-за рассмотрения документов банками и высокую стоимость расчетов. Однако, в силу имеющихся преимуществ для обеих сторон сделки, документарный аккредитив является часто используемой формой международных расчетов. Преимущества использования документарного аккредитива представлены в табл. 18.2.

---

[1] Мы рассматриваем аккредитив с «красной оговоркой» как условие исполнения аккредитива, а не его вид.

Таблица 18.2

Преимущества использования документарного аккредитива

Для импортера	Для экспортера
1. Снижение рисков, связанных с авансовыми платежами. 2. Возможность точного определения цены товара и даты его поставки. 3. Гибкое планирование денежных потоков. 4. Возможность подтверждения платежеспособности. 5. Оплата только после выполнения контрагентом всех своих обязательств. 6. Возможность получения товарного кредита при использовании аккредитива с рассрочкой платежа	1. Снижение рисков неплатежеспособности импортера. 2. Снижение рисков, связанных с поставкой товара. 3. Возможность снижения страновых рисков. 4. Гибкое планирование денежных потоков. 5. Гарантия получения денежных средств при выполнении всех принятых на себя обязательств по сделке

Роль банков в подобных сделках состоит в посредничестве, они ответственны только за финансовый аспект сделки при условии соответствия всех представляемых документов условиям аккредитива.

Вопросы для самопроверки

1. В чем сущность «документарного аккредитива» как формы международных расчетов?
2. Какие преимущества и недостатки характерны для документарного аккредитива?
3. Какие выделяются формы документарного аккредитива, применяемого в международной практике?
4. Какие выделяются конструкции документарного аккредитива, применяемого в международной практике?
5. Какие реквизиты включает в себя поручение на открытие аккредитива?

18.3. Документарное инкассо: документооборот и условия исполнения

Инкассо — одна из форм международных расчетов, представляющих собой обязательство банка получить от компании-импортера по поручению компании-экспортера сумму платежа по сделке и перечислить ее последнему взамен передачи покупателю товарных документов. Также инкассо предусматривает возможность акцептовать тратту.

Инкассо является самостоятельной сделкой, обособленной от основного договора купли-продажи.

В операциях по инкассо участвуют следующие субъекты: экспортер, поручающий банку проведение инкассирования; банк-ремитент, которому экспортер поручает обработку инкассо; инкассирующий (представляющий) банк — любой банк, кроме банка-ремитента, принимающий участие в обработке инкассо; импортер — лицо, которому делается представление по инкассо.

В рассматриваемой форме расчетов выделяют четыре этапа: заключение договора об условиях инкассо; оформление инкассового поручения и предоставление экспортером документов по сделке; передача инкассового поручения банка-ремитента инкассирующему банку; предоставление документов импортеру и получение суммы платежа.

Договоренность об условиях инкассо заключается подписанием внешнеторгового контракта между корпорацией-экспортером и корпорацией-импортером. Выделяют следующие условия инкассо:

1) *вручение документов против платежа.* Представляющий банк может вручать документы импортеру против платежа, который может быть осуществлен немедленно[1], по первому предъявлению документов, по поступлении товара;

2) *вручение документов против акцепта.* Инкассирующий банк передает импортеру документы против акцепта тратты или выписки простого векселя, которые подлежат оплате в определенный день или определенный период времени от даты акцепта. Импортер вступает во владение товаром до совершения платежа;

3) *акцепт с вручением документов против платежа.* Экспортер требует, чтобы импортер по предъявлении документов акцептовал тратту сроком истечения в определенный день. Но получить документы импортер сможет только после оплаты акцептованных тратт. До этого момента товар находится на ответственном хранении.

Для облегчения процесса оформления инкассо в практике международных расчетов имеются специально разработанные формуляры поручений, обеспечивающие полноту и точность всех указаний по инкассо. Необходимость таких формуляров обусловлена тем, что банки придерживаются только инструкций, изложенных в поручении.

Схему расчетов по инкассо можно представить следующим образом (рис. 18.2).

---

[1] Согласно международной практике «немедленно» — самое позднее при поступлении товара.

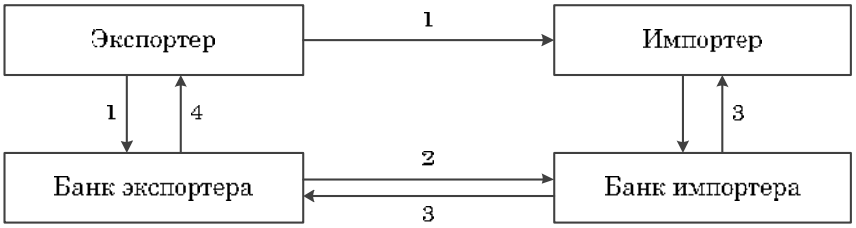

Рис. 18.2. Документооборот при расчетах по инкассо:
1 — отгрузка товара экспортером и передача в банк товарораспорядительных документов с поручением получить платеж от покупателя взамен предоставленных документов; 2 — пересылка документов в банк импортера; 3 — передача документов импортеру и одновременное осуществление платежа в пользу экспортера; 4 — кредитование суммы инкассо за вычетом комиссий и расходов

В практике международных расчетов выделяют два основных вида инкассо: чистое и документарное. Эти виды определены Унифицированными правилами по инкассо, разработанными Международной торговой палатой[1].

Чистое инкассо предусматривает принятие банком экспортера на инкассо только финансовых документов (тратт, простых векселей, чеков, платежных расписок).

Документарное инкассо предполагает инкассирование только коммерческих (счета, отгрузочные документы, документы о праве собственности) документов или финансовых документов, сопровождаемых товарными документами.

Выплата бенефициару денежных средств производится только после получения платежа от банка, в который направлены документы, т. е. по сравнению с аккредитивной формой расчетов экспортер дольше ждет поступления средств на свой счет. Форма расчетов по инкассо не страхует экспортера в полной мере от неплатежа со стороны контрагента, но более безопасна, чем использование банковского перевода.

Стоит отметить, что аккредитивная (больше удобна получателю денежных средств, так как создает гарантию оплаты) и инкассовая (выгоднее плательщику, так как позволяет производить оплату после получения товарных документов от продавца) формы расчетов имеют наибольший удельный вес в структуре международных расчетов.

---

[1] Унифицированные правила по инкассо (Uniform Rules for Collections (URC)) были разработаны МТП в 1936 г. Последняя редакция документа — издание Международной торговой палаты № 522 — вступила в силу с 1 января 1996 г.

Вопросы для самопроверки

1. Что такое «инкассо»? Какие выделяются виды инкассо?
2. Чем документарное инкассо отличается от чистого?
3. Каковы могут быть условия инкассо?
4. Каким международным документом регулируется осуществление инкассовой формы расчетов?
5. Кто оформляет инкассовое поручение?

18.4. Банковские переводы: особенности применения в международных расчетах

Банковский перевод как форма международных расчетов предусматривает перевод денежных средств на счет экспортера в соответствии с платежным поручением клиента банка (импортера), сформированным на основании направленных экспортером счетов и других документов за предоставленные товары, работы, услуги импортеру. Соответственно, как и другие формы международных расчетов, банковский перевод реализуется в безналичной форме.

При этом коммерческие и товарные документы направляются непосредственно от корпорации-экспортера к корпорации-импортеру, минуя банковские учреждения.

В расчетах в форме банковского перевода участвуют следующие субъекты: экспортер (переводополучатель) и обслуживающий его банк; импортер (перевододатель) и банк, принявший поручение и обслуживающий импортера.

При расчетах в форме банковского перевода выделяют три этапа: определение сторонами условий перевода; оформление перевода; получение экспортером выручки за товар (услуги).

Во внешнеторговом контракте, заключенном экспортером и импортером, должно быть определено, что формой расчетов между сторонами будет банковский перевод.

Оформление банковского перевода осуществляет импортер, формируя поручение на перевод денежных средств экспортеру. Единой формы этого документа в настоящее время не существует, каждый банк составляет ее индивидуально, включая всю необходимую информацию об отправителе и получателе денежных средств.

Приняв платежное поручение, банк импортера направляет от своего имени платежное поручение в банк экспортера, который, получив документ, проверяет его на подлинность и зачисляет указанную в поручении сумму на счет экспортера.

Так производится перевод за фактически поставленный товар. Такой вид банковского перевода более выгоден компании-импортеру, поскольку товар и документы он получает до осуществления оплаты.

Для снижения риска неплатежа экспортер может выставить условие о выплате импортером аванса. В этом случае при расчетах банковским переводом будет применяться его вторая разновидность — *перевод в оплату аванса по контракту*. Данное условие должно быть отражено во внешнеторговом контракте, заключенном сторонами. Чтобы снизить риски непоставки товара при использовании этого вида банковского перевода, импортер может потребовать у компании-экспортера гарантию на возврат аванса или поставить условие о применении документарного (условного) перевода.

Для осуществления перевода аванса с гарантией экспортер должен обратиться в один из банков своей страны с просьбой о выдаче гарантии на возврат аванса в пользу импортера. Такая гарантия является дорогостоящей (до 10–15 % от стоимости контракта) и имеет безотзывный и безусловный характер. Смысл гарантии заключается в возврате импортеру переведенного аванса в случае непоставки экспортером товара с учетом процентов за весь период пользования денежными средствами.

Под *документарным (условным) переводом* понимается перевод аванса с условием, что банк экспортера в оговоренный период произведет фактическую выплату аванса экспортеру только против предоставления отгрузочных документов.

При банковском переводе банки несут минимальную ответственность, поэтому стоимость такой формы расчетов по сравнению с другими гораздо ниже. Комиссию банку в большинстве случаев оплачивает импортер. Представим основные преимущества и недостатки применения банковского перевода в международных расчетах в табл. 18.3.

Таблица 18.3

Преимущества и недостатки банковского перевода

Преимущества	Недостатки
1. Относительная простота — в банк предоставляется только поручение плательщика осуществить перевод денежных средств. 2. Невысокая стоимость. 3. Быстрота осуществления платежа	1. Для экспортера существует риск неоплаты в случае проведения окончательных расчетов после поставки товара. 2. Для импортера в случае внесения авансового платежа существует риск непоставки товара

По причине выделенных недостатков чаще всего банковские переводы применяются в сочетании с другими формами расчетов.

Вопросы для самопроверки

1. Что такое банковский перевод и в какой форме он реализуется?
2. Назовите этапы осуществления банковского перевода.
3. Какова сфера применения банковского перевода в международных расчетах?
4. Каковы преимущества и недостатки банковских переводов?
5. Перечислите возможные риски банковского перевода. Как их можно минимизировать?

18.5. Вексель и чек как инструменты проведения международных расчетов

Вексель — универсальный кредитно-расчетный инструмент, выступает средством платежа, выполняя функцию, аналогичную функции денег, позволяет проводить оплату с отсрочкой. Одновременно это ценная бумага, бесспорный и безусловный долговой документ, являющийся объектом купли-продажи, залога, учета.

Вексель как платежный инструмент позволяет значительно ускорять расчеты по обязательствам. Применяемый в расчетах вексель согласно заключенной в Женеве в 1930 г. Конвенции о единообразном законе о переводном и простом векселе (ЕВЗ) определяется как «безусловный письменный приказ, адресованный одним лицом другому, подписанный лицом, его выдающим и требующим от лица, на которое он выписан, оплатить по требованию или в указанный момент времени в будущем определенную сумму указанному лицу или предъявителю».

Женевская вексельная конвенция ратифицирована не всеми странами (Австралия, Великобритания, Гана, Израиль, Индия, Ирландия, Канада, Кения, Кипр, Новая Зеландия, Нигерия, Пакистан, Судан, США, Танзания, Уганда, Филиппины, Шри-Ланка, ЮАР, Ямайка применяют английский закон о переводных векселях 1882 г.), поэтому в международных расчетах с использованием векселя могут возникать затруднения, связанные с отличиями в вексельном законодательстве отдельных государств, у некоторых — достаточно специфичными[1].

[1] Например, Доминиканская республика, Иран, Египет.

Страны, применяющие в своей практике ЕВЗ, можно разделить на две группы (табл. 18.4).

Таблица 18.4

Группы стран, применяющие ЕВЗ

Страны, подписавшие и ратифицировавшие или официально присоединившиеся к женевским конвенциям и издавшие на этой основе свои национальные вексельные законы	Страны, подписавшие, но не ратифицировавшие женевские конвенции, а также не подписавшие и официально не присоединившиеся к ним, но издавшие на их основе свои национальные вексельные законы
Австрия, Бельгия, Бразилия, Венгрия, Германия, Греция, Дания, Италия, Люксембург, Монако, Нидерланды, Норвегия, Польша, Португалия, Россия, Финляндия, Франция, Швеция, Швейцария, Япония	Алжир, Аргентина, Афганистан, Болгария, Гаити, Габон, Гвинея, Гондурас, Ирак, Иордания, Исландия, Индонезия, Камбоджа, Камерун, Коста-Рика, Лаос, Ливан, Ливия, Монако, Мали, Мавритания, Мадагаскар, Демократическая республика Конго, Нигер, Бенин, Республика Корея, Румыния, Саудовская Аравия, Сирия, Сенегал, Тунис, Турция, Чехия, Словакия, Чад, Эквадор, Эфиопия

ЕВЗ выделяет большое разнообразие векселей. Рассмотрим их по определенным признакам классификации (табл. 18.5).

Таблица 18.5

Виды векселей согласно ЕВЗ

1. По возможности перевода	
Простой (соло-вексель) — ничем не обусловленное обязательство должника уплатить определенную сумму денежных средств в установленный фиксированный срок в определенном месте векселедержателю, представленное в письменной форме	Переводной (тратта) — ничем не обусловленный приказ векселедателя (трассанта) плательщику (трассату) уплатить определенную денежную сумму в установленный фиксированный срок в определенном месте векселедержателю или его приказу, представленный в письменной форме
2. По месту подписания (возникновения)	
Внутренний — выпускается и обращается на территории отдельно взятой страны	Внешний — выпускается при участии нерезидентов и предназначен для осуществления международных расчетов
3. По характеру сопровождения документами	
Чистый — не сопровождается никакими документами	Документарный — сопровождается набором документов аналогично совершению расчетов в аккредитивной или инкассовой форме

Окончание табл. 18.5

4. По экономическому назначению		
Финансовый — используется для мобилизации денежных средств	Товарный — используется при коммерческих операциях по купле-продаже без предоплаты, выступая инструментом кредитования	Обеспечительный — предполагает дополнительную гарантию погашения задолженности по кредиту

Переводной вексель выписывается компанией-экспортером и отсылается компании-импортеру, от которой ожидается акцепт векселя[1] и его последующая оплата.

Акцепт выступает атрибутом переводного векселя и представляет собой письменное согласие плательщика на оплату тратты. Акцепт может быть осуществлен в любое время до наступления срока платежа, но векселя, подлежащие оплате в определенный срок от предъявления, при необходимости должны быть акцептованы в течение одного года со дня их выдачи. ЕВЗ предполагает возможность частичного акцепта. Зачеркнутый акцепт считается ненаписанным.

Переводной вексель считается «неполноценным» до тех пор, пока не будет доставлен ремитенту. Вексель, возвращенный векселедержателю с акцептом, не может быть отозван. Простые векселя акцепта не требуют и не могут быть опротестованы.

Переводные векселя получили широкое распространение при предоставлении вексельного кредита в международной торговле.

К основным особенностям, отличающим вексель от других денежных обязательств, относят его безусловность, абстрактность, формальность.

Безусловность выражается отсутствием в тексте векселя связи между возникновением денежного обязательства и какого-либо внешнего обстоятельства (например, поставки товара).

Абстрактность предполагает недопущение никаких оговорок, которые могут препятствовать оплате векселя.

Именно *формализация* векселя обеспечивает ему простоту обращения (по сравнению с другими финансовыми инструментами) и широкий круг пользователей.

Национальные законы всех государств включают перечень обязательных реквизитов векселя, при отсутствии которых он теряет юридическую силу.

---

[1] Согласно ЕВЗ предъявление векселя к акцепту должно происходить в месте нахождения плательщика.

Рассмотрим реквизиты векселей[1], определенные в ЕВЗ:

1) вексельная метка — в тексте документа обязательно должно присутствовать слово «вексель», причем на том языке, на котором составлен документ[2];

2) вексельный приказ — содержащееся в документе простое и ничем не обусловленное предложение (для переводного векселя) или обязательство (для простого векселя) уплатить определенную сумму. Сумма в векселе должна указываться только один раз и соответствовать основной сумме платежа;

3) наименование плательщика. В простом векселе этот реквизит отсутствует, так как векселедатель и плательщик являются одним и тем же лицом. ЕВЗ не запрещает выписывать переводной вексель на двух и более плательщиков, которые будут выступать солидарными должниками;

4) срок платежа. В ЕВЗ оговорено четыре варианта сроков платежа: по предъявлении; во столько-то времени от предъявления; во столько-то времени от составления; на определенный день. Вексель, в котором отсутствует срок платежа, подлежит оплате по предъявлении (немедленно). Допускаются: оговорка векселедателя о том, что вексель не может быть предъявлен к платежу ранее определенной даты, и платеж вексельной суммы по частям, в этом случае может быть указано несколько сроков платежа;

5) место платежа. Если оно не указано, то таковым считается место, обозначенное рядом с наименованием плательщика. Для нескольких плательщиков место платежа должно быть единым;

6) наименование лица, которому или приказу которого должен быть совершен платеж. По переводному векселю такое лицо называется ремитентом[3];

7) дата и место составления векселя. Указание места важно в силу того, что правоспособность лица по векселю определяется местным законодательством, что особенно важно учитывать при международных расчетах, а даты — для решения возможных спорных вопросов о дееспособности векселедателя в момент выдачи документа;

---

[1] Стоит обратить внимание, что ЕВЗ дает общее определение векселя, но не определения его видов (простого и переводного), обозначая при этом обязательные реквизиты, которыми эти виды должны обладать.

[2] В английском законе вексельная метка, срок и место платежа, дата и место составления векселя не являются обязательными реквизитами документа.

[3] По ЕВЗ не допускается выдача векселей на предъявителя, английское право такую возможность допускает.

8) подпись векселедателя. Обязательство по векселю может существовать только в письменной форме, так же как и все последующие сделки, к нему применяемые, должны носить документальный характер. Использование типографских или факсимильных способов подписи недопустимо.

Являясь ценной бумагой, вексель обладает оборотоспособностью, т. е. вексель может быть передан первым приобретателем другому лицу, и так может поступить каждый следующий собственник ценной бумаги. Передача векселя (индоссирование) осуществляется на основании передаточной надписи, совершаемой на оборотной стороне документа или *добавочном листе (аллонже)*, — индоссамента — от индоссанта (лица, передающего вексель) индоссату (лицу, которому передается ценная бумага).

Индоссамент может быть именным (указывается имя нового приобретателя) и бланковым (не содержит информации о том, кому передается вексель).

Запрет передачи векселя по индоссаменту можно осуществить внесением в его текст оговорки «не приказу». Вексель с такой надписью может обращаться, но его передача другому лицу будет возможна только путем цессии — переуступки прав требования. Согласно гражданскому законодательству договор цессии может быть совершен в письменном и устном виде.

Важным моментом является то, что правовое регулирование индоссамента единообразно для всех стран вне зависимости от того, какую систему вексельного права они применяют.

Дополнительной гарантией того, что вексель будет оплачен, может быть аваль — вексельное поручительство. Аваль целиком пишется на лицевой стороне векселя либо на аллонже. Авалист несет солидарную ответственность с основным должником по векселю, исполнение обязательств которого он гарантировал. Авалировать можно только вексель, подлежащий оплате через определенный срок, а не по предъявлении.

В практике вексельного обращения могут возникать ситуации отказа должника от обязательств по векселю, т. е. отказа от платежа, либо отказа от акцепта. В таком случае векселедержатель имеет право предъявить прямой иск к главному должнику — акцептанту переводного или векселедателю простого векселя и к авалистам, а также регрессный иск против других ответственных лиц по векселю: индоссантов, векселедателя переводного векселя и их гарантов. Такая процедура называется опротестованием векселя и дает экспор-

теру серьезное основание для регрессного иска и обращения в суд. Все лица, выдавшие, акцептовавшие, индоссировавшие вексель и поставившие на нем аваль, несут солидарную ответственность перед векселедержателем.

Срок платежа по векселю может быть продлен. Такое продление именуют пролонгацией, которая может быть договорной (осуществляется на основании договора между кредитором и должником[1]) и внедоговорной (осуществляется в силу закона[2]).

Исходя из изложенного ясно, что ЕВЗ предъявляет к форме векселя жесткие требования, но в практике международных расчетов есть случаи использования вексельных бланков, в которых отсутствуют один или несколько реквизитов, регламентированных женевским законом. Такой документ называют бланковекселем, а отношения сторон в таком случае регулируются не вексельным, а гражданским законодательством. Только после внесения всех необходимых реквизитов бланк становится векселем.

ЕВЗ разрешает начисление по векселю процентов, если по нему невозможно определить точную дату платежа. В других случаях указание о выплате процентов считается ненаписанным.

Женевский закон, несмотря на серьезные требования к форме векселя, разрешает внесение в его текст исправлений, способных изменить содержание векселя после выпуска его в обращение. При этом каждое лицо, подпись которого есть на векселе, отвечает за его содержание, имеющееся на момент подписания документа. Соответственно, лица, поставившие свои подписи после изменения, отвечают в соответствии с содержанием измененного текста, а лица, подписавшие вексель до этого, отвечают в соответствии с содержанием первоначального текста.

Как правило, при международных расчетах используется практика выписки нескольких тождественных экземпляров векселей (при этом на всех экземплярах должны быть подлинные подписи). Чтобы исключить оплату всех имеющихся экземпляров векселя, каждый из них нумеруется (по порядку, начиная с первого) и должен иметь

---

[1] Стороны могут договориться об отсрочке платежа без внесения изменений в текст договора (простая пролонгация), либо путем внесения изменений в текст в виде написания на оборотной стороне векселя или аллонже новой даты предъявления векселя к платежу (квалифицированная пролонгация), либо выставлением нового векселя, аналогичного прежнему, но с новым сроком платежа (косвенная пролонгация).

[2] Чаще всего применяется из-за обстоятельств непреодолимой силы.

надпись, что оплата по нему производится в случае, если по другим не оплачено. Векселедержатель таким образом страхуется от риска потери векселя, посланного на акцепт, а обращение векселей облегчается.

Английский закон о переводных векселях 1882 г.[1] имеет ряд серьезных отличий от Женевского закона 1930 г. Помимо указанных выше, можно отметить такие как:

– выделение общего и ограниченного акцептов. При общем акцепте плательщик безоговорочно соглашается с приказом, адресованным ему векселедателем, при ограниченном акцепте существуют специальные условия его осуществления — может быть условным, частичным, местным, ограниченным сроком, условиями подписания документа.

При условном акцепте плательщик ставит выполнение своего обязательства в зависимость от наступления указанного им условия.

Частичный акцепт подразумевает согласие на оплату лишь части суммы долга.

При местном акцепте акцептант соглашается оплатить вексель в определенном месте и никаком другом.

Акцепт, ограниченный сроком, представляет собой согласие на оплату только в срок, указанный векселедателем.

Акцепт может заключать оговорку о подписании его одним или несколькими из указанных в векселе плательщиков;

– допущение условного индоссирования, при разрешении плательщику пренебрегать любым условием, ограничивая сферу действия индоссамента отношениями индоссанта и индоссата;

– отсутствие аваля.

Вексельное обращение в международных расчетах подчиняется действию вексельных законов, как минимум, двух стран, а в отдельных случаях и целого их ряда. Поэтому все вопросы, связанные с выставлением векселя, права и обязанности векселедателя определяются вексельным законом места составления векселя. Обязательства акцептанта-плательщика будут подчиняться вексельному законодательству места платежа. Если в процессе обращения векселя его индоссирование происходит на территории третьей страны, то ее законодательство в отношении данных обязательств будет определяющим. Для того чтобы минимизировать разногласия между странами при осуществлении вексельного обращения для обслуживания меж-

[1] Закон не выделяет простой вексель.

дународных расчетов, вексельные законы практически всех государств включают в себя специальные коллизийные нормы, указывающие на тот вексельный закон, который следует применить к конкретному отношению.

Использование векселей в качестве инструмента международных расчетов обусловлено следующими преимуществами платежей с их применением:

– выступают удобным методом инкассирования платежей от нерезидентов;

– дают возможность получения экспортером немедленного финансирования;

– используются в качестве расписки, подтверждающей платеж;

– предоставляют право трассанту требовать оплаты векселя в стране трассата в случае отказа от обязательств по тратте;

– обеспечивают доступную процедуру авалирования.

Завершение процесса вексельного обращения фиксируется фактом оплаты векселя в установленный срок главным вексельным должником — акцептантом или векселедателем простого векселя. Но перед оплатой векселя должник обязательно должен убедиться, что вексель предъявляется законным держателем.

Еще одним инструментом проведения международных расчетов является чек.

Чек (cheque) — это ценная бумага, документ законодательно установленной формы, в котором содержится приказ владельца счета (чекодателя) банку о выплате чекодержателю указанной в чеке суммы денежных средств.

Практически все страны (за исключением стран, использующих английский закон о переводных векселях 1882 г., где чек представляет собой переводной вексель на банк с платежом по предъявлении), регламентируя чековое обращение, руководствуются Женевской конвенцией, устанавливающей Единообразный закон о чеках 1931 г. Таким образом, для обращения чеков, как и для векселей, создано интернациональное законодательство.

Согласно Женевской конвенции и в соответствии со ст. 878 ГК РФ, чек должен включать шесть обязательных реквизитов:

1) чековая метка — наименование «чек», включенное в сам текст документа и выраженное на том языке, на котором этот документ составлен;

2) чековый приказ — простое и ничем не обусловленное предложение чекодателя уплатить определенную сумму чекодержателю.

Сумма чека должна соответствовать тем же требованиям, которые предъявляются к вексельной сумме;

3) обозначение плательщика — наименование того, кто должен платить;

4) указание места, в котором должен быть совершен платеж;

5) дата и место составления чека;

6) подпись чекодателя, т. е. лица, которое выдает чек. Недопустимо подписывать чек факсимильным или типографским способом.

С учетом наличия обязательных реквизитов, отсутствие которых лишает чек силы, как и вексель, чек является строго формальным документом. В отличие от векселя, в чеке может быть указано несколько получателей платежа.

Любое указание о процентах, содержащееся в чеке, считается недействительным. Чек не может быть акцептован.

Долг чекодателя до момента оплаты чека остается в полной силе.

В отношении изменений, которые можно вносить в текст чека, действуют правила, аналогичные правилам внесения изменений в векселя. Точно так же возможна выписка чека в нескольких экземплярах.

Срок обращения чека ограничен и, не являясь элементом кредитования, чек подлежит оплате по предъявлении. При выдаче и оплате чека в одной стране срок его обращения не превышает, как правило, 8 дней, при выдаче и оплате чека в разных странах — не более 20 дней. В случае, когда оплата чека должна быть произведена в другой части света, срок его обращения ограничен 70 днями.

Перечислим и кратко охарактеризуем основные виды чеков:

– *предъявительский чек* выписывается на предъявителя, его обращение схоже с обращением наличных денег;

– *именной чек* выписывается на определенное имя с оговоркой «не приказу» и не может быть передан третьему лицу;

– *ордерный чек* (наиболее удобный и распространенный вид выписывается в пользу конкретного лица с оговоркой «или его приказу».

Чек так же, как и вексель, может быть передан с помощью индоссамента. Так же, как и сами чеки, индоссаменты бывают именными, бланковыми и ордерными.

Для обеспечения надежности чекового способа расчетов уплата по чеку может быть гарантирована третьим лицом (авалистом) за счет соответствующей надписи на бланке чека или прикрепленном к чеку листе.

При отказе в оплате чека (например, в связи с отсутствием средств на счете компании-чекодателя) чекодержатель может осуществить свой регресс против индоссантов, чекодателя и других обязанных лиц, удостоверив отказ оплаты чека:

– путем составления официального документа (протест);

– путем письменного датированного заявления плательщика на чеке, где указана дата предъявления чека;

– путем датированного заявления расчетной палаты о том, что чек своевременно прислан и не оплачен.

Чек может быть отозван чекодателем только в одном случае: если установленный для его оплаты срок уже истек.

Таким образом, для проведения международных расчетов используются три формы: аккредитив, документарное инкассо и банковский перевод, которые опосредуются такими платежными инструментами, как вексель и чек.

Вопросы для самопроверки

1. В чем заключается экономическая природа векселя?
2. Порядок платежа по векселю и протеста векселя в случае неакцепта или неплатежа.
3. Дайте сравнительную характеристику женевской и английской систем вексельного права.
4. Каково применение чека в международных расчетах?
5. Выделите особенности законодательства о чеках в международной практике.

18.6. Международные системы, обеспечивающие проведение расчетов

Современные тенденции в экономической сфере, характеризуемые все большей глобализацией, усилением конкуренции, определяют необходимость организации деятельности в сфере платежных и расчетных систем, основанных на общепринятых мировых стандартах и лучшей практике.

Система международных расчетных операций использует корреспондентские связи с банками разных стран. Такая форма международных банковских связей удобна и целесообразна.

Можно выделить две основные причины, обусловившие возникновение международных систем, обеспечивающих расчеты на межгосударственном уровне:

1) необходимость минимизации операционных рисков проведения расчетов;

2) потребность в сокращении транзакционных издержек.

Учитывая объемы проводимых расчетов в современной экономике, для их осуществления необходимо использование высокотехнологичных средств связи. Контрагенты могут связываться друг с другом и отдавать распоряжения по телефону, почте, телексу, телефаксу, через коммерческие сети и системы.

Существующие в настоящее время системы банковских операций для обслуживания корпоративных платежей можно разделить на системы банковских сообщений и системы расчетов. Отличие состоит в том, что в системах банковских сообщений происходит только оперативная пересылка и хранение расчетных документов, а урегулирование платежей предоставлено банкам-участникам, работа систем расчетов которых состоит в выполнении взаимных требований и обязательств членов расчетной системы.

Рассмотрим некоторые межбанковские сети, осуществляющие обслуживание валютных операций хозяйствующих субъектов.

Предпосылки к появлению единой международной системы расчетов появились еще в середине XX в., когда через несколько лет после Второй мировой войны страны вновь начали осуществлять активную торговлю на международном уровне. Количество банковских операций и функций серьезно увеличилось. Если до этого общение между кредитными организациями осуществлялось через почту и телеграф, то в условиях быстрого роста объема операций подобные способы передачи информации стали неэффективными. Помимо этого часто стали происходить ошибки во время проведения межбанковских операций, в большинстве случаев вызванные отсутствием унифицированных стандартов.

Разработка так необходимой хозяйствующим субъектам системы началась в начале 1960-х гг. Представители крупнейших банков разных стран неоднократно заявляли о жесткой необходимости создания единой системы стандартизации в банковской сфере, которая в том числе сможет позволить сократить риски банков при обмене информацией.

Требовалась система, способная круглосуточно обеспечивать обмен финансовой информацией с высоким уровнем защиты и конт-

роля. К 1972 г. был создан официальный проект и произведены необходимые расчеты по рентабельности этой системы.

Несмотря на то что первая международная система расчетов **SWIFT** была разработана в 1973 г., она и сейчас остается актуальной и используется кредитными организациями всего мира. Аббревиатура SWIFT состоит из первых букв фразы «Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications», которая переводится как «Сообщество всемирных межбанковских финансовых телекоммуникаций». Главная задача системы состоит в передаче информации и совершении платежей в международном формате. Данная система дает возможность финансовым учреждениям всего мира передавать и получать информацию о финансовых операциях в безопасной, стандартизированной и надежной форме.

Более четырех лет разработчики трудились над окончательным вариантом системы, и в 1977 г. она наконец-то начала свою работу. В момент запуска участниками системы стали более 200 банков из 19 стран, к концу первого года работы участников было уже около 600, и с каждым годом эта цифра увеличивалась. В настоящее время количество участников системы приближается к 12 000 банков и финансовых организаций из 215 стран. По данным на июль 2022 г., каждый день по каналам SWIFT передается порядка 45 млн сообщений суммарной оценочной стоимостью около 7,765 трлн долл. США.

SWIFT — это акционерное общество, собственниками которого выступают банки-члены. Общество зарегистрировано в Бельгии и подчиняется законам этой страны. Высший орган управления SWIFT — Генеральная ассамблея (общее собрание банков-членов или их представителей). Все решения принимаются простым большинством голосов участников ассамблеи, исходя из принципа: одна акция равна одному голосу. Значимое положение в совете директоров занимают представители банков стран Западной Европы и США. Наибольшее количество акций имеют США, Германия, Швейцария, Франция, Великобритания.

Немаловажным моментом является то, что SWIFT принимает на себя финансовую ответственность за точную, полную и своевременную доставку сообщений. Стоит отметить, что за все время существования эта сеть ни разу не была взломана. Совокупность физических и логических мер защиты исключает возможность корректировки сообщения в процессе его передачи. Информация о содержании сообщения известна только отправителю и получателю.

Членом SWIFT может стать любой банк, у которого согласно национальному законодательству есть право на осуществление международных банковских операций. Помимо банков-членов в системе выделяется две другие категории пользователей:

1) ассоциированные члены. Ими могут быть филиалы и отделения банков-членов, они не являются акционерами, у них нет права участия в управлении делами общества;

2) участники (всевозможные финансовые институты небанковского типа: брокерские и дилерские конторы, клиринговые и страховые компании, инвестиционные компании), получившие возможность доступа к SWIFT с 1987 г.

Вступление в SWIFT состоит из двух этапов.

1. *Подготовка банка к вступлению в члены общества.* Банк оформляет и отправляет в SWIFT комплект документов, включающий: заявление о вступлении, обязательство банка выполнять устав SWIFT и возмещать затраты (операционные расходы) обществу, адрес банка и лица, ответственного за связь с обществом, обзор трафика сообщений банка. Совет директоров SWIFT рассматривает документы и принимает решение о приеме банка в общество. Банк-кандидат получает право на оплату единовременного взноса и приобретение одной акции общества. Вступление в SWIFT стоит порядка 200 тыс. долл. США.

2. *Подготовка банка к подключению к сети в качестве работающего члена общества.* Именно на этом этапе решаются все технические вопросы, приобретается коммуникационное оборудование, проводится обучение персонала. Даты подключения к сети фиксированные: понедельники марта, июня, сентября и декабря.

Как показывает практика, затраты банков на участие в системе SWIFT (главным образом на установку современного оборудования) окупаются обычно в течение пяти лет[1].

Стороны могут взаимодействовать между собой посредством отправки денежных переводов, конфиденциальной информации, ценных бумаг. Система не выполняет клиринговых функций.

Как и в любой системе денежных переводов, у транзакции в SWIFT должно быть две стороны: отправитель и получатель средств. После подключения к системе каждому новому участнику выдается

---

[1] *Международные* валютно-кредитные отношения / Н. Н. Мокеева, Е. Б. Бедрина, Е. Г. Князева и др.: учебник. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2018. С. 154–155.

уникальный SWIFT-код, который интерпретируется в банковские счета клиентов кредитной организации.

Например, для осуществления переводов по Европе отправителю достаточно знать банковский счет получателя средств. Организация-оператор самостоятельно сможет увидеть уникальный код, после чего платеж будет принят к исполнению.

Система работает, соблюдая несколько важных правил:

– перевод средств по системе может осуществляться в любом виде, в том числе и с банковской карты;

– используется любая валюта, с которой работает банк-отправитель;

– для возможности получения денежных средств наличными отправитель должен указать реквизиты конкретного банка.

При отправке сообщения или конфиденциальной информации отправитель руководствуется внутренними правилами оператора, а также основными требованиями к оформлению сообщений, предъявляемыми системой SWIFT.

Передача сообщений происходит за несколько секунд, при этом автоматически осуществляется проверка и подтверждение подлинности передаваемой информации. Сообщение любого типа содержит заголовок, текст и трейлер. Заголовок и трейлер образуют «конверт» для пересылки сообщения и используются для управления системой и маршрутизации сообщений. В заголовке указываются идентификаторы получателя и отправителя, коды защиты и контроля, а также код-идентификатор самого сообщения и его приоритет.

SWIFT — это международная система, звеньями которой является большое количество кредитных и финансовых организаций. Головной офис назначает факультативные условия, которыми могут воспользоваться все участники системы. В разных странах свои правила по поводу размера комиссии.

Наряду с большим количеством преимуществ, у системы есть и отдельные недостатки (табл. 18.6).

На сегодняшний день SWIFT практически является монополистом в сфере реализации международных расчетов и платежей, имея долю порядка 80 % среди всех участников этого рынка. В основном SWIFT используется именно для международных переводов. Необходимо, чтобы страна, в которую отправляется перевод, имела один или несколько банков, подключенных к данной системе. Во всех странах своего присутствия SWIFT создает свою региональную администрацию.

Таблица 18.6

Преимущества и недостатки системы SWIFT

Преимущества	Недостатки
1. Надежность. 2. Высокая скорость доставки переводов. 3. Отсутствие ограничений по сумме платежа. 4. Широкий выбор валют, которыми оперирует система. 5. Низкие тарифы. 6. Широкое распространение и популярность, позволяющие осуществлять платежи практически во все страны мира. 7. Гарантия своевременной доставки перевода	1. Необходимость предоставления в банк достаточно большого пакета документов. 2. Контроль (с 2011 г.) над системой США, которые осуществляют мониторинг всех платежей. 3. Отсутствие возможности стать участником системы для некрупных банков из-за достаточно большого вступительного взноса. 4. Зависимость от наличия корреспондентских отношений между банками (при осуществлении конкретного перевода)

Несмотря на то что сейчас функционирует большое количество аналогов SWIFT, равных ей в надежности и скорости обслуживания нет.

В России в начале 2022 г. к системе было подключено большинство крупнейших кредитных организаций. Наша страна входила в ТОП-20 пользователей системы, а доля рубля в международных расчетах системы составляла 0,2 %. На данный момент подсанкционные российские финансовые организации не могут использовать глобальную систему SWIFT для переводов средств за границу. Исключение сделано для Газпромбанка, через который идут расчеты за поставки газа. Функции региональной администрации SWIFT в России выполняет российско-британская телекоммуникационная компания «Совам Телепорт». Также в России действует Комитет национальной ассоциации членов SWIFT.

Суммарный годовой трафик SWIFT в настоящее время составляет порядка 2 млрд сообщений[1].

Система **TARGET** (аббревиатура от Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer — Транс-европейский автоматизированный валовый расчет в режиме реального времени) начала функционирование в январе 1999 г. и представляет собой объединение систем клиринговых расчетов RTGS (Real Time Gross Settlement Systems) стран-участниц Европейского союза (ЕС) и платежного механизма Европейского центрального банка (ЕЦБ), осуществляет перевод денежных средств в единой европейской валюте.

---

[1] *Российская* национальная ассоциация SWIFT: официальный сайт. URL: http://www.rosswift.ru (дата обращения: 12.09.2022).

TARGET была организована путем объединения различных структур RTGS, которые уже существовали на национальном уровне, так как не было достаточно времени для разработки унифицированной системы. Однако такая децентрализованная структура оказалась неэффективной и дорогостоящей в долгосрочной перспективе. Поэтому в конце 2007 г. появилась *TARGET2*, полностью заменившая систему первого поколения к маю 2008 г. и предлагающая согласованные основные услуги на единой технической платформе. Стоит отметить, что функционирование системы основывается на использовании принципов и механизмов системы SWIFT.

Системы RTGS стран, не являющихся членами ЕС, могут участвовать в системе TARGET2 при условии, что наряду с национальной валютой они осуществляют расчеты в евро.

Национальные системы RTGS и платежный механизм ЕЦБ объединены между собой на основе стандарта «Interlinking System», позволяющего при осуществлении международных расчетов трансформировать национальные стандарты платежных документов в единый стандарт ЕС.

Основная задача данной системы — обеспечение движения потоков денежных средств по всей еврозоне с соблюдением таких условий, как: минимальная стоимость, высокая безопасность и короткое время проведения операций.

Основные правила работы системы TARGET2 состоят в рыночном подходе к осуществлению операций; безотзывности платежей (банк-плательщик не может отозвать перевод после того, как денежные средства списаны с его корреспондентского счета); окончательности расчетов (сразу после зачисления средств банку-получателю операция считается завершенной, и средства могут быть переведены в пользу конечного получателя).

Национальные клиринговые системы стран-участниц (несмотря на различия в организации платежных систем центральных банков этих стран) синхронизированы с системой TARGET2. Для этого по отдельным параметрам они приведены в соответствие с различными стандартами, установленными TARGET2. Это сделано, чтобы обеспечить возможность осуществления платежей между странами.

Обмен платежными сообщениями между национальными центральными банками происходит на двусторонней основе. Расчеты между ними отражаются по взаимным корреспондентским счетам. TARGET2 — это платежная система, исключающая возможные преимущества межбанковскому рынку страны, где она будет расположена.

Спектр операций, проводимых через TARGET2, включает: операции открытого рынка и другие денежные операции между ЕЦБ и национальными центральными банками разных стран; расчеты в рамках финансовых операций между коммерческими банками; крупные платежные операции клиентов коммерческих банков.

Европейскому центральному банку делегировано несколько централизованных функций: координация операций и проведение процедур закрытия операционного дня. Основную роль по координации деятельности национальных RTGS-систем ЕЦБ играет в четырех областях: внутридневная ликвидность участников TARGET2; время работы системы; выходные дни; тарифная политика.

Для обеспечения правильности обработки системой международных платежей и позиций центральных банков, возникающих в результате этого процесса, в конце каждого операционного дня ЕЦБ выполняет контрольные процедуры, применяя специальные программные средства.

Эти процедуры состоят в проверке всех сообщений, которыми обменивались центральные банки, на предмет получения их адресатом и совпадения данных итоговых сумм входящих и исходящих международных платежей. Ни один из национальных центральных банков не может закрыть свой операционный день без проведения окончательной сверки.

Как было отмечено выше, международные платежи осуществляются через национальные RTGS-системы стран-участниц TARGET2. Как только национальным центральным банком получено входящее платежное сообщение, он сразу же проверяет, является ли указанный в нем банк — получатель средств участником местной RTGS-системы. Если это подтверждается, то платеж конвертируется из стандарта связующей системы в локальный стандарт и направляется адресату. При этом сумма платежного поручения списывается со счета центрального банка страны банка-отправителя в связующей системе, о чем ему направляется уведомление, и зачисляется получателю на его счет в местной RTGS-системе. Затем кредитной организации — получателю перевода направляется платежное сообщение. В том случае, когда банк — получатель перевода не является участником данной RTGS-системы, местный центральный банк сообщает другому центральному банку (отправившему средства) о невозможности исполнения поручения и просит вернуть деньги отправителю.

Система TARGET2 предусматривает возможность получения ее участниками дополнительных ликвидных средств, которые могут быть использованы для осуществления платежей.

Сейчас уже можно говорить не просто о системе расчетов TARGET, а о целом ряде услуг TARGET Services, разработанных и управляемых системой ЕЦБ (Евросистемой), которые обеспечивают свободный поток не только денежных средств, но также ценных бумаг по всей Европе.

Инфраструктура этих услуг для финансового рынка включает в себя TARGET2 — для расчета по платежам, T2S (TARGET2-Securities) — для расчета по ценным бумагам и TIPS (TARGET Instant Payment Settlement) — для мгновенных платежей. Все они также рассчитываются в евро.

Помимо этого, Евросистема реализует ряд инициатив, направленных на повышение эффективности и инновативности, достижение большей интеграции на финансовых рынках Европы. В соответствии со своей стратегией Евросистема изучает пути улучшения инфраструктуры своего финансового рынка, чтобы она по-прежнему отвечала потребностям мирового рынка, с опережением выявляла проблемы кибербезопасности и учитывала последние технологические достижения.

Около 1000 банков — прямых участников, около 550 непрямых участников и порядка 4270 участников-корреспондентов используют в настоящее время TARGET2 для инициирования транзакций в евро, как от своего имени, так и от имени своих клиентов[1]. Принимая во внимание филиалы и дочерние компании, более 52 000 банков по всему миру и все их клиенты могут быть пользователями TARGET2.

Приоритетные цели TARGET2:

– поддержка реализуемой ЕЦБ денежно-кредитной политики и функционирования денежного рынка евро;

– минимизация системного риска на рынке платежей, т. е. исключение возможности краха всего рынка из-за одного участника;

– обеспечение эффективной обработки трансграничных платежей в евро.

Таким образом, TARGET2 позволяет безопасно и эффективно осуществлять платежи по всей Европе и способствует стабильности единой европейской валюты.

TARGET2-Securities, или T2S, представляет собой платформу для безопасного и эффективного расчета по ценным бумагам.

---

[1] По данным: *Facts* and figures / European Central Bank. URL: https://www.ecb.europa.eu/paym/target/target2/facts/html/index.en.html (дата обращения: 12.09.2022).

T2S произвела революцию в расчетах по ценным бумагам в Европе, так как ее появление положило конец сложным процедурам международных расчетов и проблемам, вызванным различными методами расчетов между странами. В настоящее время 20 европейских стран используют T2S.

Банки осуществляют расчеты за ценные бумаги на платформе, используя свой счет в центральном банке, поэтому деньги, предназначенные для расчетов по операциям, — это деньги центрального банка. В результате риск каждой транзакции значительно снижается.

T2S закладывает основы единого рынка для расчетов по ценным бумагам и, таким образом, способствует большей интеграции финансовых рынков разных европейских стран. Использование T2S облегчает инвесторам покупку ценных бумаг в других странах ЕС, снижает стоимость трансграничных расчетов по ценным бумагам при росте конкуренции среди посредников, оказывающих клиринговые и расчетные услуги в Европе, обеспечивает ликвидность участникам расчетов, позволяет сократить риск неплатежа и повысить финансовую устойчивость за счет использования денег центрального банка для транзакций на платформе.

Для проведения расчетов по операциям с ценными бумагами с использованием платформы T2S необходимо наличие счета для учета ценных бумаг в одном из центральных депозитариев ценных бумаг, подключенного к T2S, и отдельного денежного счета в одном из центральных банков, подключенных к платформе. Эти счета интегрируются в платформу T2S, позволяя быстро, эффективно и практически без риска проводить окончательные расчеты.

Для каждой транзакции поручения по расчетам от депозитария и центрального банка сопоставляются T2S при входе в систему. Затем T2S рассчитывает транзакцию на основе поставки против платежа, т. е. передача денег и ценных бумаг между сторонами происходит одновременно.

Взаимодействие участников с T2S осуществляется через технический интерфейс депозитария или центрального банка, но банки могут передавать поручения T2S и напрямую.

К T2S подключен 21 центральный депозитарий ценных бумаг из 20 европейских стран. Чтобы получить доступ к платформе, депозитарий должен соответствовать определенным критериям и иметь подписанный с Евросистемой контракт, называемый *рамочным соглашением*. Валюты, отличные от евро, также можно использовать для расчетов в T2S, если соответствующий центральный банк

подключен к платформе и желает добавить свою валюту в расчеты платформы.

Плата (при любой операции она взимается только для покрытия расходов системы по осуществлению расчета) за одну транзакцию поставки против платежа в T2S составляет на данный момент 0,235 евро (с учетом временной надбавки 0,04 евро). Затраты на сетевое подключение не включены в структуру ценообразования T2S. Эти расходы покрываются отдельно, каждым центральным депозитарием самостоятельно.

В ближайшем будущем ЕЦБ анонсирует объединение технических и функциональных аспектов TARGET2 и T2S с целью повышения эффективности работы и снижения эксплуатационных расходов, а также оптимизации уровня ликвидности во всех сервисах TARGET.

Консолидированная платформа будет иметь централизованный инструмент управления и контроля, работающий через основной денежный счет, который участники могут открыть в национальном центральном банке. Этот счет будет связан с отдельными денежными счетами участника для новой системы RTGS, T2S и TIPS.

Основной денежный счет также будет предлагать панель инструментов для централизованного обзора уровня ликвидности и инструментов для управления ею, что предоставит возможность автоматизации всех процессов.

TIPS — это новая услуга инфраструктуры рынка, запущенная Евросистемой в ноябре 2018 г. Причиной появления этой платформы стал растущий в Европе потребительский спрос на мгновенные платежи. Чтобы гарантировать, что национальные решения для удовлетворения такого спроса не повлекут фрагментации европейского рынка розничных платежей, было принято решение создать TIPS, которая минимизирует этот риск.

Платформа позволяет поставщикам платежных услуг осуществлять переводы средств своим клиентам в режиме реального времени и круглосуточно, каждый день в году. Это означает, что благодаря TIPS частные лица и фирмы могут переводить деньги между собой в течение нескольких секунд, независимо от времени работы их местного банка.

TIPS была разработана с целью расширения TARGET2 и проводит платежи, используя деньги центрального банка. В настоящее время TIPS осуществляет переводы только в евро. Но если на услуги системы будет спрос, возможна работа и с другими валютами. Пополнить счет TIPS можно только в часы работы TARGET2.

TIPS обладает двумя особенностями, которые делают сервис доступным по всей Европе. Во-первых, TIPS основан на SEPA Instant Credit Transfer (SCT Inst) — схеме для общеевропейских мгновенных платежей, которая, как ожидается, будет использоваться большим количеством поставщиков платежных услуг. Во-вторых, TIPS был разработан как расширение TARGET2, которое уже имеет обширную сеть участников.

Поскольку расчеты в TIPS осуществляются деньгами центрального банка, участие в TIPS зависит от наличия права доступа к этим деньгам. Иными словами, чтобы открыть счет в TIPS в евро, потенциальный участник должен соответствовать тем же критериям, что и для участия в TARGET2.

Работа TIPS построена следующим образом:

– участник отправляет сообщение о платежной транзакции SCT Inst в TIPS;

– TIPS проверяет счет участника и резервирует сумму для перевода;

– TIPS пересылает транзакцию по сделке для акцепта получателем средств;

– получатель денежных средств отправляет положительный ответ TIPS;

– TIPS осуществляет расчет;

– TIPS подтверждает расчет отправителю средств;

– TIPS подтверждает расчет получателю средств.

TIPS работает с использованием современных технических решений, которые разрабатываются специально для осуществления мгновенных платежей. Это позволяет обеспечить общее время обработки операции до 10 секунд, осуществлять большое количество транзакций одновременно, круглосуточно без перерывов. TIPS устанавливает для своих клиентов те же правила участия, что и TARGET2.

Есть три варианта получения доступа к услугам TIPS:

1) *прямой участник* (participant) имеет право открывать одну или несколько учетных записей в TIPS;

2) *косвенный участник* (reachable party) может получить доступ к учетной записи прямого участника TIPS, заключив с ним договор;

3) *участник-агент* (instructing party) заключает договорное соглашение с одним или несколькими прямыми или косвенными участниками о представлении в системе их интересов.

TIPS не преследует цели получения прибыли и работает на основе полного возмещения затрат. Отсутствует плата за участие и об-

служивание счета. Цена за проведение одного мгновенного платежа установлена на уровне 0,20 евроцента (0,002 евро) до ноября 2020 г. Первые 10 млн платежей, осуществленных каждым участником TIPS до конца 2019 г., были бесплатны.

ЕЦБ также планирует создать ряд компонентов, которые будут использоваться всеми службами TARGET: унифицированный интерфейс; общая информационная система; общее хранилище данных; общая биллинговая система.

TARGET обрабатывает порядка 90 % всех платежей, осуществляемых в европейских странах. В среднем ежедневно система проводит около 373 000 операций на сумму 1,9 трлн евро[1].

Для прямых участников Евросистемой установлено два варианта ценообразования на обработку платежных поручений TARGET2. Это позволяет участникам выбирать между более низкой фиксированной ежемесячной платой (150 евро) с фиксированной комиссией за транзакцию (0,8 евро) или более высокой фиксированной ежемесячной платой (1875 евро) и уменьшающейся пропорционально объемам транзакций комиссией за одну операцию (варьируется от 0,125 до 0,6 евро). Смена тарифа участниками возможна ежемесячно. Целью такой схемы ценообразования является возмещение затрат на эксплуатацию TARGET2 с учетом так называемого «эффекта общественного блага».

Fedwire — система валовых расчетов в режиме реального времени, используемая в Соединенных Штатах Америки. Состоит из двух компонентов: системы Fedwire Funds Service для осуществления перевода денежных средств и центрального депозитария Fedwire Securities Service, осуществляющего перевод ценных бумаг.

Fedwire Funds Service — централизованная платежная система для осуществления расчетов по международным переводам, принадлежащая Федеральной резервной системе (ФРС) США. Представляет собой систему валовых расчетов в режиме реального времени, которая позволяет участникам инициировать немедленный перевод средств, которые после обработки являются окончательными и безотзывными. Связывает 12 банков Федеральной резервной системы с более чем 11 тыс. депозитных учреждений, имеющих резервные и клиринговые счета в ФРС. Также обслуживает правительственные ведомства США.

---

[1] *Research* & Publications / European Central Bank. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/html/index.en.html#/search/target annual /1. P. 54.

Fedwire Securities Service позволяет участникам хранить, обслуживать и передавать ценные бумаги, соответствующие критериям Fedwire. Хранение и передача ценных бумаг осуществляется только в бездокументарной форме.

Среднесуточный объем переводов денежных средств и ценных бумаг Fedwire в 2021 г. составил 3,2 млн долл. США (порядка 675 тыс. операций). За год системой было обработано 168,2 млн транзакций на общую сумму 714 трлн долл. США[1].

В сочетании с системой *CHIPS*, управляемой частной компанией The Clearing House Payments Company, Fedwire является основной сетью США для крупных и срочных внутренних и международных платежей.

В начале XX в. расчеты по межбанковским платежам часто осуществлялись путем физической доставки наличных денег или золота. К 1915 г. Федеральные резервные банки США начали осуществлять перевод денежных средств по телеграфу. В 1918 г. была создана собственная телекоммуникационная система для обработки денежных переводов, связавшая все 12 резервных банков, Федеральный резервный совет и Казначейство США посредством телеграфа с использованием азбуки Морзе. Начиная с 1920-х и до 1970-х гг. система оставалась в значительной степени телеграфной, однако по мере совершенствования технологий начала переходить от телеграфии к телексу, затем к компьютерным операциям, а позже — к частным телекоммуникационным сетям.

Поскольку крупные банки не могут допустить длительного перерыва в работе своих сервисов, ФРС спроектировала свои внутренние системы таким образом, чтобы максимальное время простоя системы было ограничено несколькими минутами или несколькими часами.

Fedwire — это система кредитовых переводов. Участники инициируют перевод денежных средств, приказывая Федеральному резервному банку списать средства со своего собственного счета и зачислить средства на счет другого участника. Участники могут отправлять денежные переводы онлайн, инициируя безопасное электронное сообщение, или офлайн, посредством телефонных процедур.

Рабочий день Fedwire Funds Service начинается в 21:00 по восточному времени предыдущего календарного дня и заканчивается в 18:30 текущего, с понедельника по пятницу, исключая праздничные

---

[1] *Fedwire* Funds Service — Annual Statistics. URL: https://www.frbservices.org/resources/financial-services/wires/volume-value-stats/annual-stats.html (дата обращения: 12.09.2022).

дни. Крайний срок для инициирования переводов в пользу третьей стороны — 18:00 каждого рабочего дня. Рабочий день Fedwire Securities Service начинается в 8:30 и заканчивается в 15:15 по восточному времени с понедельника по пятницу, исключая выходные дни. В эти часы участники могут осуществлять онлайн-переводы ценных бумаг. Онлайн-участники могут аннулировать транзакции до 15:30 и перемещать ценные бумаги между своими счетами до 16:30 платно и до 19:00 бесплатно. Офлайн-участники могут инициировать переводы ценных бумаг с 9:00 до 13:30 для обработки в тот же день и до 16:00 для обработки в будущем. При определенных обстоятельствах ФРС может продлить рабочее время Fedwire Funds Service и Fedwire Securities Service.

Стоимость одной транзакции зависит об общей суммы переводов участниками системы в течение месяца и варьируется от 0,165 до 0,84 долл. США.

Система **CHIPS** — самая крупная (осуществляет порядка 90 % всех национальных межбанковских платежей и переводов) в США электронная система денежных переводов, принадлежащая частным лицам (в отличие от Fedwire, являющейся структурной единицей ФРС США). Создание данной электронной сети было вызвано потребностью обрабатывать увеличивающийся объем расчетов по международным сделкам. CHIPS разрабатывалась как децентрализованная система. Создателем CHIPS в 1970 г. стала Клиринговая палата Нью-Йорка (New York Clearing House Association), представляющая интересы крупнейших коммерческих банков города. Интересен тот факт, что ФРС принимала активное участие в создании системы CHIPS, являющейся негосударственной структурой, а также оказывала разностороннюю поддержку. Среди банков-участников было выбрано 12 крупнейших для осуществления расчетов между всеми остальными. Участниками CHIPS могут быть банки с капиталом не менее 250 млн долл. США. Все участники CHIPS должны иметь отделения в Нью-Йорке, соединенные с компьютерами расчетных банков.

Отличительной особенностью CHIPS является то, что межбанковские обязательства и требования не регулируются ею немедленно после выставления соответствующих документов в виде электронных сообщений, а накапливаются в течение рабочего дня, по окончании которого подводится баланс. То есть система проводит нетто-расчеты, а не расчеты в режиме реального времени. Окончательные расчеты проводятся расчетными банками путем перевода средств на резерв-

ных счетах в Федеральном резервном банке Нью-Йорка по сети Fedwire. Таким образом, расчетные банки в системе CHIPS реализуют те же функции, что и федеральные резервные банки в ФРС и расчетные банки в CHAPS с тем отличием, что не происходит немедленного исполнения платежа. Такая система удобна банкам-участникам, все платежи регулируются в течение одного дня; федеральный резервный банк Нью-Йорка определяет резервную позицию банков по окончании каждого рабочего дня.

Для клиентов банков такая система создает определенные трудности, так как бенефициару деньги могут поступить только после 18:00. Однако преимуществом данной системы является то, что все совершенные в течение дня операции на сумму около 1,5 трлн долл. США сводятся к небольшому количеству окончательных платежей на сумму в 18–20 млрд долл. США. Эта крупная платежная система (проводит около 500 тыс. транзакций ежедневно) имеет около 45 прямых участников и является частным партнером Fedwire.

Участниками CHIPS могут быть коммерческие банки, корпорации, созданные в соответствии с Законом Эджа[1], инвестиционные компании, которые определены законами штата Нью-Йорк о банковской деятельности, филиалы любого банковского учреждения, имеющего контору в Нью-Йорке.

Платежи проводятся через расчетных участников системы. Участники, не имеющие права осуществлять расчеты, обязаны пользоваться корреспондентскими услугами участников, которые имеют такое право. Таким образом, все желающие произвести платеж через CHIPS, но не являющиеся участниками системы должны обратиться к посредническим услугам любого участника CHIPS.

Как и большинство телекоммуникационных систем, осуществляющих проведение денежных расчетов, CHIPS использует специально разработанные для нее форматы сообщений, которые подобны сообщениям с форматами Fedwire и SWIFT, что позволяет конвертировать сообщения из одного формата в другой, обеспечивая высокий уровень автоматизации операций.

В системе предусмотрены обязательные процедуры возмещения расходов, что способствует быстрому решению проблем, возникающих в процессе осуществления денежных переводов, при урегулировании

[1] Созданные согласно Закону Эджа корпорации являются отделениями банков, действующими на основе специальных уставов, которые ограничивают их деятельность только трансграничными операциями.

нестандартных ситуаций, исключая долгие процедуры согласования размеров компенсаций.

CHAPS (The Clearing House Automated Payment System) — система клиринговых расчетов в Великобритании, функционирование которой до 2017 г. обеспечивалось компанией CHAPS Clearing Company Limited, основанной в 1984 г. в Лондоне. С 2017 г. ответственность за работу CHAPS несет Банк Англии.

Система позволяет существенно увеличить скорость взаиморасчетов, но стоимость одной операции достаточно велика (около 25 ф. ст.), особенно в сравнении с другими платежными системами, работающими в Великобритании.

Непосредственными членами (прямыми участниками) клиринговой системы CHAPS являются более 30 банков, в том числе Банк Англии[1]. Все они ответственны за осуществление всех переводов и, соответственно, исполнение межбанковских обязательств, которые проходят через эту систему.

Помимо непосредственных членов около 5000 учреждений имеют статус косвенных участников системы CHAPS[2]. Ими на основе агентских соглашений, заключенных с прямыми участниками системы расчетов, могут адресоваться платежи CHAPS через их агентский счет. В зависимости от лимитов на операционный день, устанавливаемых членами системы, участники могут быть инициаторами начальных платежей CHAPS с помощью прямой связи с платежной системой банка, который осуществляет расчеты, или обратиться с просьбой осуществить платеж в отделение банка, или использовать систему SWIFT для передачи поручения о платеже в банк, который осуществляет расчеты через CHAPS.

Кроме того, большое количество основных клиентов банков (крупные корпорации), при наличии соглашений о ведении расчетов с одним из членов системы CHAPS, могут быть оповещены с помощью прямой компьютерной связи о получении платежа CHAPS на их счет и тоже могут быть инициаторами начальных платежей CHAPS.

Система работает с 6:00 до 18:00 все будние дни, за исключением банковских или государственных праздников в Великобритании. Среднесуточный объем, обслуживаемый системой, составляет примерно 200 тыс. транзакций на общую сумму около 382 млрд ф. ст.

---

[1] *CHAPS* / Bank of England. URL: https://www.bankofengland.co.uk/payment-and-settlement/chaps (дата обращения: 12.09.2022).

[2] Там же.

Все национальные платежные системы, имеющие связь с глобальной платежной системой, обязаны работать в соответствии с унифицированными высокими стандартами качества и надежности. Национальная платежная система нашей страны не является исключением.

С середины 2016 г. начала свое функционирование *российская межбанковская система передачи финансовой информации и совершения платежей*, функционирующая на базе информационно-телекоммуникационной системы Центрального банка страны. Альтернативный канал передачи электронных сообщений по финансовым операциям, гарантирующий бесперебойность передачи данных внутри страны, — **система передачи финансовых сообщений Банка России (СПФС)** — функционирует в рамках национальной платежной системы Российской Федерации. Такая альтернатива изначально была создана для кредитных организаций, не имеющих активного банковского идентификационного кода SWIFT BIC. В настоящее время число российских пользователей этой системы превышает количество российских участников SWIFT, при этом объемные показатели работы СПФС составляют примерно 20 % от внутрироссийского трафика SWIFT.

Немаловажным фактором, влияющим на выбор системы, может стать цена подключения: стоимость подключения к SWIFT исчисляется десятками тысяч долларов США, в то время как СПФС подключает финансовые структуры бесплатно, отсутствует и плата за обслуживание.

С 2017 г. регулятор предложил использовать СПФС не только кредитным организациям, но и их клиентам.

Для подключения к системе кредитные организации и их клиенты должны подтвердить свою техническую готовность работы в системе и оформить договорные отношения с Банком России.

Чтобы стать участником системы, юридическим лицам — клиентам кредитных организаций необходимо подать заявление о включении в Справочник пользователей системы передачи финансовых сообщений Банка России, а также комплект документов, подтверждающий наличие у юридического лица не менее двух банковских счетов, открытых в разных кредитных организациях, и наличие в договоре банковского счета, заключенном между юридическим лицом и кредитной организацией, условия о праве Банка России предъявлять распоряжения на списание сумм платы за оказанные Банком России услуги по передаче финансовых сообщений в случае их неоплаты (не-

полной оплаты) в соответствии с договором об оказании услуг по передаче финансовых сообщений.

Через СПФС Банка России реализуется функция по оказанию услуг по передаче финансовых сообщений, включая:

– передачу сообщений формата SWIFT;

– передачу сообщений в собственных форматах пользователей;

– контроль финансовых сообщений формата SWIFT;

– возможность определения участником СПФС списка своих контрагентов и типов принимаемых от них финансовых сообщений.

Иностранные кредитные организации также могут использовать СПФС, выполняя установленные требования.

Предоставление услуг в СПФС осуществляется в круглосуточном режиме ежедневно. Включение и исключение пользователей в справочник пользователей СПФС, а также изменение значений реквизитов пользователей осуществляется ежедневно, кроме выходных и нерабочих праздничных дней.

В настоящее время в списке пользователей СПФС фигурирует около 400 организаций. По данным Банка России, около 90 % в системе составляют сообщения «Однократный клиентский платеж». По функционалу СПФС пока уступает своим иностранным «коллегам». Так, система запрещает перевод средств за рубеж, не позволяет отправлять массовые реестры в составе одного сообщения, имеет серьезные требования по безопасности. Именно поэтому СПФС называют альтернативным каналом. Стоит заметить, что у СПФС есть конкуренты в лице нескольких аналогичных российских систем, существующих в разной степени готовности: «CyberFT» от компании «Киберплат», «Finline», разработанная Сбербанком.

Востребованность СПФС постоянно растет, за 2021 г. количество переданных через систему сообщений увеличилось в 1,5 раза.

В конце 2019 г. Банк России принял решение развивать систему передачи финансовых сообщений совместно с Национальным расчетным депозитарием (НРД). С 19 мая 2020 г. НРД получил статус Сервис-бюро СПФС Банка России. Скорее всего, услуги сервис-бюро будут интересны некрупным российским банкам, банкам ЕАЭС и российским корпорациям. Ключевым преимуществом такого сервиса называют снижение расходов клиентов на создание и поддержание инфраструктуры.

НРД будет реализовывать работу с пользователями СПФС через независимую технологическую платформу, которая обеспечит быст-

рое и безопасное взаимодействие участников. В минимальный функционал сервис-бюро СПФС будут включены автоматическая конвертация форматов и передача финансовых сообщений. Плата за услуги сервис-бюро будет зависеть от трафика и состоять из единовременной суммы за подключение и платы за использование на ежемесячной основе.

Новая система постоянно модернизируется и обновляется. Например, новая схема подключения к СПФС позволяет организовать передачу финансовой информации третьих лиц, сделан запуск нового сервиса, позволяющего использовать сообщения международного стандарта ISO 20022 при взаимодействии банков и их клиентов — юридических лиц через систему. Помимо этого Банк России рассматривает возможность применения блокчейн-платформы (которая внутри страны уже используется) для создания единого платежного пространства в рамках Евразийского экономического союза. Рассматривается перспектива подключения в будущем к работе с СПФС банковских систем стран-участниц БРИКС.

К преимуществам СПФС перед другими системами можно отнести:

1) приемлемые тарифы;

2) защиту конфиденциальности информации;

3) единый универсальный канал обмена информацией.

По мнению аналитиков, использование СПФС в качестве альтернативы или дополнения к SWIFT позволит иностранным банкам и компаниям сократить операционные издержки.

В завершение главы отметим, что системы международных расчетов занимают одно из главных мест в платежной инфраструктуре всех современных экономик. Ежедневно через такие системы проходят значительные денежные потоки, в отдельных случаях эквивалентные 40–50 % годового ВВП соответствующих стран. Системы международных расчетов помогают осуществлять конечное урегулирование расчетов между участниками финансовых рынков и реального сектора экономики. Функционирование системы международных расчетов постоянно находится в сфере внимания (в том числе надзора и контроля) центральных банков и международных финансовых организаций, способствующих обеспечению их технического обновления и безопасности, повышению эффективности их деятельности при сокращении разнонаправленных рисков.

Вопросы для самопроверки

1. Какова роль международных межбанковских сетей в развитии экономических отношений между компаниями разных стран?
2. Какова роль системы SWIFT при проведении международных расчетных операций?
3. Какова роль системы TARGET при проведении международных расчетных операций?
4. Какова роль систем FEDWIRE, CHIPS и CHAPS при проведении валютных операций?
5. С какой целью создана система передачи финансовых сообщений Банка России?

Литература по теме

Деньги. Кредит. Банки: учебник / под общ. ред. М. С. Марамыгина, Е. Н. Прокофьевой. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2019. 384 с.
Звонова Е. А. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. Практикум: учеб.-практ. пособие. М.: КноРус, 2018. 314 с.
Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учеб. для акад. бакалавриата / отв. ред. Л. Н. Красавина. 5-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2018. 534 с.
Международные валютно-кредитные отношения: учебник / Н. Н. Мокеева, А. Е. Заборовская, А. И. Серебренникова и др.; под общ. ред. Н. Н. Мокеевой. Екатеринбург: Изд-во Урал ун-та, 2021. 330 с.

Основные термины

Аллонж — дополнительный лист, прикрепляемый к векселю, на котором могут размещаться записи, свидетельствующие об индоссаменте, или аваль.

Банковский перевод — форма международных расчетов, которая предусматривает перевод денежных средств на счет экспортера на основании платежного поручения клиента банка (импортера), сформированного на основании направленных экспортером счетов и других документов за предоставленные товары, работы, услуги импортеру; реализуется в безналичной форме.

Вексель — универсальный кредитно-расчетный инструмент, выступает средством платежа, выполняя функцию, аналогичную функции денег, позволяет проводить оплату с отсрочкой.

Вексельный приказ — содержащееся в документе простое и ничем не обусловленное предложение (для переводного векселя) или обязательство (для простого векселя) уплатить определенную сумму.

Документарный аккредитив — денежное обязательство банка перечислить установленную договором сумму третьему лицу (бенефициару), акцептовать или негоциировать тратты, выставленные бенефициаром, по поручению клиента после представления документов, подтверждающих совершение сторонами всех действий, предусмотренных договором между плательщиком и получателем денежных средств.

Инкассо — одна из форм международных расчетов, представляющая собой обязательство банка получить от импортера по поручению экспортера сумму платежа по сделке и перечислить ее последнему взамен передачи покупателю товарных документов.

Чистое инкассо — предусматривает принятие банком экспортера на инкассо только финансовых документов (тратт, простых векселей, чеков, платежных расписок).

Документарное инкассо — предполагает инкассирование только коммерческих (счета, отгрузочные документы, документы о праве собственности) документов или финансовых документов, сопровождаемых товарными документами.

Инкотермс (Incoterms — International commercial terms) — международные правила толкования торговых терминов во внешней торговле.

Международные расчеты — операции между юридическими и физическими лицами разных стран, которые проводятся в безналичной форме через банковское учреждение и сопровождают финансовые обязательства контрагентов по сделкам.

Негоциация — стоимостное определение тратты или документов банком.

Рамбурс — требование платежа по аккредитиву.

Ремитент — наименование лица, которому или приказу которого по переводному векселю должен быть совершен платеж.

Система передачи финансовых сообщений Банка России (СПФС) — канал передачи электронных сообщений по финансовым операциям, гарантирующий бесперебойность передачи данных внутри страны.

Форма расчетов — способ оформления, передачи и оплаты товарораспорядительных и платежных документов, используемый в международной коммерческой и банковской практике.

Чек — ценная бумага, документ законодательно установленной формы, в котором содержится приказ владельца счета (чекодателя) банку о выплате чекодержателю указанной в чеке суммы денежных средств.

CHAPS — система клиринговых расчетов в Великобритании.

CHIPS — самая крупная в США электронная система денежных переводов, принадлежащая частным лицам.

Fedwire — система валовых расчетов в режиме реального времени, используемая в Соединенных Штатах Америки.

SWIFT — первая международная система расчетов, главная задача которой состоит в передаче информации и совершении платежей в международном формате.

TARGET — объединение систем клиринговых расчетов стран-участниц Европейского союза и платежного механизма Европейского центрального банка; осуществляет перевод денежных средств в единой европейской валюте.

Практические задания

Глава 1

Тест 1

В тесте может быть только один правильный ответ.

1. Частнохозяйственные финансы — это:

а) совокупность денежных отношений в семейном бизнесе;
б) совокупность денежных отношений между индивидуальными предпринимателями;
в) совокупность денежных отношений в государственных и муниципальных предприятиях;
г) совокупность денежных отношений в сфере частного бизнеса.

2. Корпоративные финансы — это:

а) система финансовых органов в частном бизнесе;
б) система финансовых органов государственных предприятий;
в) система финансовых отношений между участниками финансового рынка по формированию и движению долевой собственности;
г) система финансовых отношений между частным бизнесом и государством.

3. Публичная акционерная компания — это:

а) компания, которая имеет широко разрекламированный бренд;
б) компания, которая имеет собственную торговую марку;
в) компания, чьи акции торгуются на биржевом рынке и размещены среди неограниченного круга лиц;
г) компания, которая выпускает акции.

4. Предметом изучения корпоративных финансов является:

а) формирование и использование долевой собственности;
б) формирование централизованных и децентрализованных фондов денежных средств;

в) формирование государственных и негосударственных финансовых ресурсов;
г) формирование входящих и исходящих денежных потоков предприятий.

5. Цели корпорации — это:
а) получение доходов;
б) захват сегментов товарного рынка;
в) получение государственной финансовой поддержки;
г) все вышеперечисленное.

6. Стейкхолдеры корпорации — это:
а) лица, неразрывно связанные с функционированием корпорации;
б) лица, реализующие в корпорации свои экономические интересы;
в) лица, получающие денежные и материальные выгоды;
г) все вышеперечисленные лица.

7. К внутрифирменным участникам корпорации относятся:
а) наемные работники;
б) акционеры;
в) топ-менеджеры;
г) все вышеперечисленные.

8. К внефирменным участникам корпорации относятся:
а) государственные органы, кредиторы, поставщики и покупатели;
б) кредиторы, поставщики и покупатели, государственные органы, финансовые институты, дочерние и зависимые компании;
в) финансовые институты, кредиторы, дочерние и зависимые компании;
г) государственные органы, дочерние компании и финансовые институты.

9. Финансовые стейкхолдеры — это:
а) государство и кредиторы;
б) государство и акционеры;
в) акционеры и кредиторы;
г) акционеры и финансовые институты.

10. Среди акционеров корпорации могут быть:

а) инсайдеры и аутсайдеры, мажоритарии и миноритарии, юридические и физические лица, государство и частные лица, резиденты и нерезиденты;
б) внутренние и внешние, крупные и мелкие;
в) государство и физические лица;
г) государство и юридические лица.

11. Акционеры предоставляют корпорации:

а) капитал;
б) личное имущество;
в) вклады в банках;
г) полученные банковские ссуды.

12. Корпорация предоставляет акционерам:

а) заработную плату;
б) денежные средства в долг;
в) права, закрепленные акцией;
г) возможность трудоустройства.

13. Наемный работник предоставляет корпорации:

а) свое имущество для ведения бизнеса;
б) способность к труду, профессиональные навыки и умения;
в) собственные денежные средства в ссуду;
г) заработную плату для реализации инвестиционных программ компании.

14. Корпорация в отношении наемных работников обеспечивает:

а) своевременную оплату труда и материальное вознаграждение за выполнение трудовых функций;
б) получение дивидендов;
в) получение части ликвидационной стоимости корпорации;
г) оплату коммунальных услуг за жилье, находящееся в собственности работника.

15. Государство заинтересовано в успешной деятельности корпорации, так как она:

а) обеспечивает занятость населения;
б) влияет на экономическое развитие и укрепление налоговой базы территории;

в) позволяет государству владеть акциями предприятий стратегически важных отраслей народного хозяйства;
г) все вышеперечисленное.

16. Финансовые институты в отношении корпорации:
а) оказывают помощь в исчислении и уплате налогов;
б) обеспечивают ее эффективное функционирование на финансовом рынке;
в) обеспечивают расчеты с поставщиками и покупателями;
г) финансируют затраты, связанные с производством и реализацией продукции.

17. Общество признается зависимым, если головное общество владеет более чем _____ % его голосующих акций:
а) 10 %;
б) 15 %;
в) 20 %;
г) 25 %.

18. Объект корпоративных финансовых отношений — это:
а) затраты на расширенное воспроизводство;
б) финансовые ресурсы, направленные на формирование и использование долевой собственности;
в) фонды денежных средств, сформированные для развития корпорации;
г) затраты на реализацию социальных, экономических и финансовых целей корпорации.

19. Двойственная природа корпоративных финансовых отношений обусловлена:
а) наличием внутрифирменных и внефирменных участников;
б) возможностью корпорации выступать на финансовом рынке в качестве эмитента и инвестора;
в) одновременным присутствием корпорации на товарном и финансовом рынках;
г) влиянием деятельности корпорации на развитие общества.

20. Как влияет укрепление позиции корпорации на товарном рынке на ее экономическое развитие?
а) ведет к повышению инвестиционных качеств ценных бумаг и возможности размещения новых эмиссий с целью мобилизации финансовых ресурсов;

б) ведет к росту выплаты дивидендов ее акционерам;
в) ведет к увеличению оплаты труда наемных работников;
г) ведет к росту возможностей корпорации участвовать в благотворительных акциях на территории, где она расположена.

Тест 2

В тесте может быть только один правильный ответ.

1. Какие из следующих сущностных признаков относятся к корпорации?

а) капитал образован долевым участием юридических и физических лиц;
б) систематизированы имущественные отношения участников при ведении совместного бизнеса;
в) участники имеют ограниченную самостоятельность;
г) все вышеперечисленные.

2. Какое утверждение в отношении корпорации *неверно?*

а) корпорация — это структура, функционирующая на основе теории контрактов;
б) корпорация — это искусственное образование;
в) корпорация — это только юридическое лицо;
г) акционерное общество — это корпорация.

3. Что такое синергетический эффект от интеграционного взаимодействия?

а) рост затрат на производство и реализацию одной единицы продукции;
б) стоимость объединенной компании больше простой арифметической суммы стоимостей нескольких компаний, создающих корпоративную структуру;
в) стоимость объединенной компании меньше простой арифметической суммы стоимостей нескольких компаний, создающих корпоративную структуру;
г) увеличение количества сотрудников по сравнению с теми, которые работали в нескольких компаниях, создающих корпоративную структуру.

4. Целями объединения компаний в корпоративную структуру *не являются*:

а) повышение финансовой устойчивости;

б) перемещение капитала на другие товарные рынки и вхождение в интернациональный бизнес;
в) повышение конкурентоспособности;
г) осуществление процедуры банкротства.

5. Каким образом *не создаются* корпорации?

а) создание новых акционерных обществ со 100 %-ной государственной собственностью;
б) преобразование государственных предприятий в акционерные общества в процессе приватизации;
в) создание фермерских хозяйств;
г) создание нулевых корпораций.

6. Что означает такое преимущество объединения участников в корпорацию, как распределение ответственности и рисков?

а) вся прибыль делится поровну;
б) все убытки делятся поровну;
в) распределение ответственности и рисков пропорционально стоимости пакета акций, имеющихся у каждого участника;
г) потери каждого участника от совместного бизнеса сопоставимы с размером убытков от хозяйственной деятельности компании.

7. Акционер, владеющий акциями корпорации, имеет право:

а) на получение дохода;
б) на получение временной финансовой помощи в случае неблагоприятных ситуаций;
в) на оплату краткосрочного кредита, полученного компанией;
г) на уплату налога на прибыль корпорации.

8. Что означает такая отличительная особенность корпорации, как независимое существование от собственника?

а) корпорация находится на той территории, которая отличается от места нахождения акционера;
б) корпорация берет в аренду имущество акционера и ведет с ним совместный бизнес;
в) корпорация как самостоятельное юридическое лицо владеет имуществом и распоряжается результатами своей деятельности;
г) акционер отвечает по долгам корпорации в размере тех средств, которые он вложил в акции.

9. Что означает такая отличительная особенность корпорации, как особый характер перехода собственности?

а) акционеру обязаны выдать имущество, эквивалентное стоимости имеющегося у него пакета акций;

б) акционеру обязаны выдать имущество, эквивалентное стоимости имеющегося у него пакета акций за вычетом долговых обязательств корпорации;

в) продажа акций корпораций только на открытом финансовом рынке;

г) переход доли акционерного капитала в стоимостной форме от одного владельца к другому при продолжении существования корпорации.

10. В какой форме происходит переход доли или пая при передаче собственности от одного владельца к другому?

а) в натуральной форме;

б) путем обмена на долговые обязательства корпорации;

в) в стоимостном выражении;

г) на усмотрение акционеров корпорации.

11. Акционер, владеющий акциями корпорации, *не имеет* права:

а) на получение дивидендов;

б) на участие в управлении;

в) на первоочередное приобретение акций нового выпуска;

г) нанимать сотрудников для реализации производственной программы.

12. Кем осуществляется оперативное управление корпорацией?

а) руководителями структурных подразделений корпорации;

б) общим собранием акционеров;

в) советом директоров;

г) менеджерами, которые представляют интересы собственников внутри корпорации и во внешних отношениях.

13. Деятельность корпорации подразделяется на:

а) операционную, инвестиционную, кредитную;

б) активную, пассивную;

в) инвестиционную, финансовую, нематериальную;

г) текущую, инвестиционную, финансовую.

14. К финансовым ресурсам корпорации *не относятся*:

а) собственные;
б) привлеченные;
в) заемные;
г) заработная плата наемных работников.

15. Выберите правильное утверждение относительно собственного капитала корпорации:

а) собственный капитал равен сумме уставного, резервного и добавочного капитала;
б) собственный капитал равен сумме уставного, резервного и добавочного капитала, нераспределенной прибыли и амортизационного фонда;
в) собственный капитал равен сумме акционерного капитала и амортизационного фонда;
г) собственный капитал равен сумме добавочного капитала и нераспределенной прибыли.

16. Какой источник финансирования корпорации *не относится* к заемным?

а) банковский кредит;
б) облигационный заем;
в) уставный капитал;
г) лизинг.

17. Если непубличное акционерное общество отказывается выкупить акции у акционера:

а) оно подлежит ликвидации;
б) у акционера появляется право продажи принадлежащих ему акций другим инвесторам;
в) акционер продолжает оставаться собственником компании;
г) акционер может подать иск в суд с требованием применения штрафных санкций к руководству компании.

18. По отношению к собственнику финансовые ресурсы делятся на:

а) государственные, корпоративные, личные;
б) наличные, безналичные;
в) рублевые и валютные;
г) собственные, заемные, привлеченные.

19. Выделите правильный вариант ответа о взаимодействии материнской компании и дочерней структуры:

а) дочерняя компания отвечает по долгам материнской компании;

б) материнская компания не несет ответственность за сделки, которые дочерняя структура совершила по ее указанию;

в) материнская компания не несет ответственность в случае банкротства дочерней компании;

г) материнская компания несет ответственность за сделки, совершенные по ее указанию, и в случае банкротства дочерней структуры.

20. Органами корпоративного контроля в корпорации *не являются*:

а) общее собрание акционеров;

б) совет директоров (наблюдательный совет);

в) трудовой коллектив;

г) исполнительная дирекция.

Задание 1

Укажите не менее *трех* видов корпоративных финансовых отношений между корпорацией и ее акционерами как одним из внутрифирменных участников. Оформите данные в виде таблицы.

Виды корпоративных финансовых отношений, по поводу чего возникают	Имеется ли конфликт интересов или различия в подходах к направлениям деятельности корпорации

1. Объясните причины возникновения конфликта экономических интересов или различий в подходах в деятельности корпорации.
2. Какие цели преследует каждый из участников корпоративных финансовых отношений?

Задание 2

Укажите не менее *трех* видов корпоративных финансовых отношений между корпорацией и топ-менеджерами как одним из внутрифирменных участников. Оформите данные в виде таблицы.

Виды корпоративных финансовых отношений, по поводу чего возникают	Имеется ли конфликт интересов или различия в подходах к направлениям деятельности корпорации

1. Объясните причины возникновения конфликта экономических интересов или различий в подходах в деятельности корпорации.
2. Какие цели преследует каждый из участников корпоративных финансовых отношений?

Задание 3

Укажите не менее *трех* видов корпоративных финансовых отношений между корпорацией и работниками как одним из внутрифирменных участников. Оформите данные в виде таблицы.

Виды корпоративных финансовых отношений, по поводу чего возникают	Имеется ли конфликт интересов или различия в подходах к направлениям деятельности корпорации

1. Объясните причины возникновения конфликта экономических интересов или различий в подходах в деятельности корпорации.
2. Какие цели преследует каждый из участников корпоративных финансовых отношений?

Задание 4

Укажите не менее *трех* видов корпоративных финансовых отношений между корпорацией и кредиторами как одним из внефирменных участников. Оформите данные в виде таблицы.

Виды корпоративных финансовых отношений, по поводу чего возникают	Имеется ли конфликт интересов или различия в подходах к направлениям деятельности корпорации

1. Объясните причины возникновения конфликта экономических интересов или различий в подходах в деятельности корпорации.
2. Какие цели преследует каждый из участников корпоративных финансовых отношений?

Задание 5

Укажите не менее *трех* видов корпоративных финансовых отношений между корпорацией и поставщиками как одним из внефирменных участников. Оформите данные в виде таблицы.

Виды корпоративных финансовых отношений, по поводу чего возникают	Имеется ли конфликт интересов или различия в подходах к направлениям деятельности корпорации

1. Объясните причины возникновения конфликта экономических интересов или различий в подходах в деятельности корпорации.
2. Какие цели преследует каждый из участников корпоративных финансовых отношений?

Задание 6

Укажите не менее *трех* видов корпоративных финансовых отношений между корпорацией и покупателями как одним из внефирменных участников. Оформите данные в виде таблицы.

Виды корпоративных финансовых отношений, по поводу чего возникают	Имеется ли конфликт интересов или различия в подходах к направлениям деятельности корпорации

1. Объясните причины возникновения конфликта экономических интересов или различий в подходах в деятельности корпорации.
2. Какие цели преследует каждый из участников корпоративных финансовых отношений?

Задание 7

Укажите не менее *трех* видов корпоративных финансовых отношений между корпорацией и государством как одним из внефирменных участников. Оформите данные в виде таблицы.

Виды корпоративных финансовых отношений, по поводу чего возникают	Имеется ли конфликт интересов или различия в подходах к направлениям деятельности корпорации

1. Объясните причины возникновения конфликта экономических интересов или различий в подходах в деятельности корпорации.
2. Какие цели преследует каждый из участников корпоративных финансовых отношений?

Задание 8

Укажите не менее *трех* видов корпоративных финансовых отношений между корпорацией и дочерними компаниями как одним из внефирменных участников. Оформите данные в виде таблицы.

Виды корпоративных финансовых отношений, по поводу чего возникают	Имеется ли конфликт интересов или различия в подходах к направлениям деятельности корпорации

1. Объясните причины возникновения конфликта экономических интересов или различий в подходах в деятельности корпорации.
2. Какие цели преследует каждый из участников корпоративных финансовых отношений?

Глава 2

Задача 1

Рассчитайте изменение рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных средств, исходя из следующих данных.

Показатель	Вариант				
	А	Б	В	Г	Д
1. Источники средств, в том числе:	250	250	250	250	250
собственные	250	150	100	150	100
заемные		100	150	100	150
2. Ставка процента по кредитному договору					
3. Прибыль от продаж	70	70	70	70	70

Задача 2

Определите ожидаемую рентабельность собственных средств организации для следующих вариантов источников инвестиций:

– при использовании только собственных средств;
– при использовании заемных средств в размере 500 тыс. р.;
– при использовании заемных средств в размере 1 млн р.

В результате инвестирования средств в размере 1,5 млн р. предполагается получение прибыли в размере 300 тыс. р. Ставка налога на прибыль составляет 20 %, ставка по банковским кредитам в течение периода инвестиций равна 25 %.

Задача 3

Определите выгодность привлечения кредита, если:

– налог на прибыль составляет 20 %;

– капитал организации составляет 8900 тыс. р., из них 3850 тыс. р. сформировано за счет собственных источников;

– экономическая рентабельность определена на уровне 23 %;

– средняя ставка по заемному капиталу составляет 20 %.

Задача 4

Составьте и проанализируйте отчет о денежных потоках компании на основе нижеприведенных данных. Оформите результаты в виде таблицы.

Отчет о финансовых результатах, млн р.
(кроме показателей на одну акцию)

№ п/п	Показатель	Год	
		Отчетный	Предыдущий
1	Выручка (нетто) от продажи товаров	3000,0	2850,0
2	Себестоимость проданных товаров, всего	2757,4	2629,5
3	В том числе амортизация	100,0	90,0
4	Прибыль (убыток) от продаж	242,6	220,5
5	Проценты к уплате	88,0	60,0
6	Прибыль (убыток) до налогообложения	154,6	160,5
7	Налог на прибыль	37,1	38,5
8	Чистая прибыль перед выплатой дивиденд-дов по привилегированным акциям	117,5	122,0
9	Дивиденды по привилегированным акциям	4,0	4,0
10	Прибыль к распределению	113,5	118,0
11	Дивиденды по обыкновенным акциям	57,5	53,0,0
12	Нераспределенная прибыль	56,0	65,0
Данные в расчете на одну акцию, р. (всего в обращении находится 50 млн акций)			
14	Цена обыкновенной акции	23,00	24,00
15	Прибыль на одну акцию (стр. 10 / 50 млн)	2,27	2,36
16	Дивиденды на одну акцию (стр. 11 / 50 млн)	1,15	1,06

Бухгалтерский баланс на 31 декабря соответствующего года, млн р.

Показатель	Год	
	Отчетный	Предыдущий
Активы		
Деньги и рыночные ценные бумаги	10	80
Дебиторская задолженность	375	315
Запасы	615	415

Показатель	Год	
	Отчетный	Предыдущий
Всего текущих активов	1000	810
Здания и оборудование	1000	870
Итого активов	*2000*	*1680*
Пассивы		
Задолженность поставщикам	60	30
Займы и кредиты	110	60
Задолженность перед персоналом	140	130
Всего текущих пассивов	310	220
Долгосрочные облигации, выпущенные компанией	754	580
Всего обязательств	1064	800
Привилегированные акции (400 тыс. шт.)	40	40
Обыкновенные акции (50 млн шт.)	130	130
Нераспределенная прибыль	766	710
Всего собственный капитал	896	840
Итого пассивов	*2000*	*1680*

Задача 5

Ниже представлен консолидированный баланс организации на начало и конец отчетного года. Известно, что прибыль организации после налогообложения составила 33 млн р., организация выплатила дивидендов на сумму 5 млн р.

1. Проклассифицируйте изменения по балансу.

2. Составьте отчет о денежных потоках за отчетный год (денежные средства и рыночные ценные бумаги указываются одной статьей).

3. Проанализируйте этот отчет с точки зрения получения и использования денежных средств.

Бухгалтерский баланс на начало и конец отчетного года, млн р.

Показатель	Баланс на		Изменения	
	01.01	31.12	Приход	Расход
1. Денежные средства	7	15		
2. Рыночные ценные бумаги	0	11		
3. Дебиторская задолженность	30	22		
4. Запасы	53	75		
Всего текущих активов	90	123		
5. Основные фонды (по балансовой стоимости)	75	125		
6. Накопленная амортизация (износ)	25	35		
7. Основные фонды с учетом износа	50	90		
Всего активов	140	213		

Показатель	Баланс на		Изменения	
	01.01	31.12	Приход	Расход
8. Задолженность поставщикам	18	15		
9. Займы и кредиты	3	15		
10. Задолженность перед персоналом	15	7		
11. Долгосрочные обязательства (облигации)	8	24		
12. Обыкновенные акции	29	57		
13. Нераспределенная прибыль	67	95		
Всего пассивов	140	213		

Задача 6

Имеются следующие данные, тыс. р.: денежные средства — 70; краткосрочные финансовые вложения — 28; дебиторская задолженность — 130; основные средства — 265; нематериальные активы — 34; производственные запасы — 155; кредиторская задолженность — 106; краткосрочные кредиты банка — 95; долгосрочные кредиты — 180.

Определите коэффициент текущей ликвидности, коэффициент срочной ликвидности, коэффициент абсолютной ликвидности.

Задача 7

Определите, чему равен денежный поток от операционной деятельности (на основе данных косвенного cash-flow). Проведите все необходимые расчеты, исходя из следующих данных.

За год чистая прибыль компании составила 6100 тыс. р., амортизация — 400 тыс. р. На начало года стоимость запасов готовой продукции была равна 320 тыс. р., дебиторская задолженность — 300 тыс. р., кредиторская задолженность — 800 тыс. р. На конец года запасы не изменились, дебиторская задолженность увеличились до 700 тыс. р., кредиторская задолженность увеличилась до 1000 тыс. р.

Задача 8

Рассчитайте структуру денежного потока организации прямым методом.

Отчет о движении денежных средств организации

Вид деятельности	Сумма	
	тыс. р.	%
1. Основная		
1.1. Приток		100
Выручка от реализации продукции	66 117	

Вид деятельности	Сумма	
	тыс. р.	%
Авансы полученные	4 315	
Прочие поступления от основной деятельности	76 823	
1.2. Отток		100
Расчеты с поставщиками	25 683	
Оплата труда	27 933	
Выдано под отчет	958	
Расчеты с бюджетом	30 647	
Прочие выплаты по основной деятельности	37 004	
1.3. Чистый денежный поток		
2. Инвестиционная		
2.1. Приток		100
Выручка от реализации основных средств	203	
2.2. Отток		100
Приобретение основных средств	9 745	
Долевое строительство	2 789	
Долгосрочные финансовые вложения	1 517	
2.3. Чистый денежный поток		
3. Финансовая		
3.1. Приток		100
Проценты, дивиденды по финансовым вложениям	2 045	
3.2. Отток		100
Краткосрочные финансовые вложения	15 000	
Выплата дивидендов	993	
3.3. Чистый денежный поток		
4. Общее изменение денежных средств		

Задача 9

1. Составьте отчет о движении денежных средств организации косвенным методом.
2. Определите приток и отток денежных средств.
3. Определите сальдо движения денежных средств в основной, инвестиционной и финансовой деятельности организации.

Баланс организации, тыс. р.

Показатель	На начало года	На конец года
АКТИВ		
Нематериальные активы	205 624	205 157
Основные средства по остаточной стоимости	747 290	740 057
Долгосрочные финансовые вложения	–	65 376
Итого внеоборотных активов	952 914	1 010 590

Показатель	На начало года	На конец года
Запасы	1 234 725	1 328 963
Дебиторская задолженность	740 705	678 279
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	175 042	177 689
Расходы будущих периодов	17 197	20 756
Резервы предстоящих платежей	29 165	35 203
Итого оборотные средства	2 196 834	2 240 890
Всего активов	*3 149 748*	*3 251 480*
ПАССИВ		
Уставный капитал (акции)	420 824	420 828
Эмиссионный доход	361 059	361 158
Реинвестированная прибыль	956 361	1 014 635
Итого собственный капитал	1 738 244	1 796 621
Долгосрочная задолженность	626 460	630 783
Кредиты банков	356 511	448 508
Кредиторская задолженность	136 793	148 427
Счета к оплате	127 455	36 203
Другие обязательства	164 285	190 938
Итого краткосрочная задолженность	785 044	824 076
Всего пассивов	*3 149 748*	*3 251 480*

Отчет о финансовых результатах организации, тыс. р.

Показатель	Сумма
Выручка (нетто) от реализации	3 721 241
Издержки по производству и реализации продукции	2 499 965
Прибыль от продаж	1 221 276
Общехозяйственные расходы	726 959
Амортизация	113 989
Выплата процентов	69 764
Налогооблагаемая прибыль	310 564
Налог на прибыль	112 356
Чистая прибыль	198 208
Денежные дивиденды (начисленные)	130 455
Прирост реинвестированной прибыли	67 753

Выплаченные по итогам предыдущего года дивиденды составили 142 968 тыс. р.

Задача 10

Определите, как повлияют предлагаемые меры на совокупный чистый денежный поток и его структуру по видам деятельности при условии, что дополнительные денежные средства будут направлены на погашение кредита.

Организация осуществляет активную инвестиционную деятельность главным образом за счет заемных средств. Менеджеры рекомендуют увеличить генерирование денежных средств в основную деятельность путем рационализации системы расчетов.

С этой целью предлагается ускорить инкассацию дебиторской задолженности на 30 % и увеличить период оборачиваемости кредиторской задолженности по расчетам с поставщиками в среднем на 20 %, уменьшить выдачу авансов на 10 %.

Показатели деятельности организации, тыс. р.:

– общее изменение денежных средств (совокупный чистый денежный поток) — 200;

– денежные средства на начало года — 600;

– денежные средства на конец года — 800.

Прогнозный отчет о движении денежных средств, тыс. р.

Вид деятельности	Приток		Отток	
Основная	Выручка от реализации продукции	10 500	Расчеты с поставщиками	6 300
	Авансы полученные	3 500	Расчеты с работниками	2 500
			Расчеты с бюджетом	2 000
			Авансы выданные	3 000
			Проценты по банковским кредитам	500
Итого чистый денежный поток от основной деятельности				
Инвестиционная	Реализация долгосрочных активов	250	Инвестиции	1 300
Итого чистый денежный поток от инвестиционной деятельности				
Финансовая	Ссуды и займы полученные	3 650	Возврат кредитов	2 100
Итого чистый денежный поток от финансовой деятельности				

Глава 3

Задача 1

Определите фактические коэффициенты ввода и выбытия основных фондов, исходя из следующих данных.

Показатель	Сумма, млн р.
Балансовая стоимость основных фондов на начало года	165,0
Введено в отчетном году основных фондов	24,0
Выбыло в отчетном году основных фондов	3,6

Задача 2

Определите среднегодовую стоимость основных фондов на планируемый год.

Показатель	Сумма, млн р.
Балансовая стоимость основных фондов на начало года	360
В планируемом году предусмотрен ввод в действие основных фондов, из них:	96
в феврале	12
в мае	36
в августе	48
В ноябре планируемого года будет списание основных фондов	54

Задача 3

Определите сумму амортизационных отчислений на планируемый год.

Показатель	Сумма, млн р.
Стоимость основных фондов на начало года	200,0
Предполагается ввод основных фондов:	
в феврале	30,0
в апреле	24,0
в сентябре	18,0
Предполагается выбытие основных фондов:	
в марте	16,0
в июле	20,0
Среднегодовая стоимость амортизируемых в отчетном году основных фондов	195,0
Начисленная в отчетном году амортизация	26,3
Средние условия	1,0

Задача 4

Определите сумму амортизационных отчислений на планируемый год.

Показатель	Сумма, млн р.
Балансовая стоимость амортизируемых в отчетном году основных фондов:	
на 01.01	50,0
на 01.04	52,0
на 01.07	53,0
на 01.10	54,0
на 01.01 планируемого года	52,4

Показатель	Сумма, млн р.
Начисленная в отчетном году амортизация	2,4
В январе планируемого года предусмотрено ввести в действие основные фонды	14,8
В мае будет списание основных фондов	7,2
Средние условия	1,0

Задача 5

Предприятие «Прибор» занимается выпуском приборов для контроля расхода воды. Его продукция пользуется широким спросом на рынке. В настоящее время предприятие работает в две смены и выпускает 10 тыс. шт. приборов. Производственные площади используются на 60 %. Технологическое оборудование загружено на 90 %. Результаты маркетинговых исследований показали, что объем продаж выпускаемых приборов может быть увеличен до 15 тыс. шт.

1. Какое решение должно принять руководство предприятия в отношении выпуска продукции с точки зрения эффективного использования основных фондов?

2. Какие виды основных фондов должны быть увеличены или сокращены?

3. Перечислите показатели использования основных фондов, которые могли бы помочь увеличить объем производства продукции.

Задача 6

Оборудование относится к 3-й амортизационной группе – срок полезного использования свыше 3 до 5 лет включительно. Первоначальная стоимость оборудования 230 тыс. р.

Определите норму амортизации линейным и нелинейным методами при выборе максимального и минимального срока по начислению амортизации и сравните полученные результаты.

Задача 7

Для каждого из нижеприведенных проектов рассчитайте *NPV* и *IRR*, если значение коэффициента дисконтирования 20 %.

Проект	*IC*	*P*1	*P*2	*P*3	*P*4	*P*5
А, млн р.	−370,0	–	–	–	–	1000
Б, млн р.	−240,0	60	60	60	60	–
В, млн р.	−263,5	100	100	100	100	100

Задача 8

Компания рассматривает целесообразность приобретения новой окрасочной линии стоимостью 18,0 млн р. Срок эксплуатации — 5 лет, износ начисляется по методу линейной амортизации и по окончании срока линия полностью амортизируется. Ее запуск потребует дополнительно увеличить оборотный капитал на 1,5 млн р. Ликвидационная стоимость оборудования при завершении проекта с учетом затрат на демонтаж составит +0,25 млн р. Ставка налога на прибыль 20 %. Средневзвешенная стоимость капитала для фирмы WACC = 12 %. Ожидаемые ежегодные значения выручки от реализации составляют 16,5 млн р.; суммарные расходы в первый год равны 8,0 млн р. и затем увеличиваются на 0,5 % ежегодно.

Определите денежные потоки по проекту.

Задача 9

Сравните по критериям чистого дисконтированного дохода и внутренней нормы доходности два проекта, если стоимость капитала составляет 14 %.

Проект	Годы				
	1-й	2-й	3-й	4-й	5-й
А, тыс. р.	−30 000	9 000	8 000	9 000	8 000
В, тыс. р.	−30 000	4 500	6 000	12 000	19 000

Задача 10

Мясоперерабатывающим предприятием на приобретение новой технологической линии израсходовано 38 млн р. Срок службы оборудования — 5 лет. Амортизация начисляется линейным методом. Чистая прибыль за расчетный период прогнозируется по годам, млн р.: 1-й — 10; 2-й — 12; 3-й — 10; 4-й — 10; 5-й — 9. Для приобретения технологической линии взят долгосрочный кредит под 24 % годовых.

Определите целесообразность приобретения новой технологической линии на основе расчета внутренней нормы доходности проекта. Постройте график проекта.

Задача 11

Компании необходимо некоторое оборудование стоимостью 50 млн р. для осуществления производственной деятельности в течение бли-

жайших 4 лет. Одним из вариантов является приобретение данного оборудования, для чего банк предоставляет компании кредит в размере 50 млн р. на срок 4 года. Номинальная ставка по кредиту — 20 %. Износ оборудования начисляется равномерно по ставке 25 %. Техническая эксплуатация оборудования обходится его владельцу ежегодно в 4 млн р.

Альтернативой выступает операционная аренда оборудования на тот же срок. Ежегодный платеж в конце года составляет 18 млн р. Право собственности остается у арендодателя, т.е. по окончании договора имущество возвращается ему. Техническое обслуживание имущества в этом случае возлагается на арендодателя. Ставка налога на прибыль для компании — 20 %.

Определите наиболее предпочтительный вариант финансирования приобретения оборудования.

Глава 4

Задача 1

Рассчитайте количество оборотов и период оборота оборотного капитала за год по плану и по факту по данным, приведенным в таблице. Эффективно ли использовался оборотный капитал по сравнению с планом? Поясните свою точку зрения.

Показатель	План	Факт
Выручка за год, тыс. р.	100 000	165 000
Стоимость оборотного капитала, тыс. р.	20 000	22 500

Задача 2

Среднегодовая стоимость оборотного капитала предприятия 345 тыс. р. Выручка за год составила 6900 тыс. р. Определите возможный прирост выручки при условии сокращения периода оборота оборотного капитала на 3 дня. Определите возможный размер высвобождения денежных средств за счет ускорения оборота (при условии, что выручка останется неизменной).

Задача 3

Определите общую норму оборотных средств и норматив на планируемый год по сырью и материалам, исходя из следующих данных.

Группа сырья и материалов	Расход сырья и материалов за отчетный год, млн р.	Норма оборотных средств, дн.			
		Транспортный запас	Текущий запас	Страховой запас	Технологический запас
А	23	3	11	1	4
Б	40	5	10	1	4
В	60	2	9	1	7
Г	10	4	5	1	2

Задача 4

Рассчитайте норму и норматив оборотных средств на планируемый год по незавершенному производству, исходя из данных таблицы.

Изделие	Длительность производственного цикла, дн.	Себестоимость годового выпуска, тыс. р.	Себестоимость по элементам, тыс. р.			
			Основные материалы	Покупные материалы	Комплектующие материалы	Зарплата, амортизация и пр.
А	13	3220	1200	1260	120	640
Б	6	840	420	164	–	256
В	18	1560	392	200	200	768
Г	8	1120	296	360	80	384
Д	30	5200	1964	1400	300	1536

Задача 5

Годовая потребность в определенном виде сырья, определяющая объем его закупки, 1000 млн р. Размер текущих затрат по размещению заказа, доставке товаров и их хранению на одну поставляемую партию 12 млн р. Размер текущих затрат по хранению единицы запаса 6 млн р.

Определите оптимальный размер партии поставки. Сколько раз должен доставляться товар и через сколько дней?

Задача 6

Предприятие реализует свою продукцию покупателям, предоставляя отсрочку платежа не более 30 дней.

Рассчитайте взвешенное старение дебиторской задолженности (средний реальный срок оплаты счетов дебиторами), исходя из данных таблицы.

Классификация дебиторов по срокам возникновения задолженности, дн.	Сумма дебиторской задолженности, млн р.
0–30	1500
30–60	500

Классификация дебиторов по срокам возникновения задолженности, дн.	Сумма дебиторской задолженности, млн р.
60–90	800
90–120	100
120–150	100
150–180	80
180–360	40
360–720	25
Свыше 720	5
Итого	*3150*

Задача 7

Определите сумму отчислений в резерв по сомнительным долгам, исходя из следующих данных.

По состоянию на 31 марта по результатам инвентаризации дебиторской задолженности за I квартал предприятием выявлены следующие сомнительные долги:

– долг А — 30 000 р., срок платежа — 6 января;
– долг Б — 50 000 р., срок платежа — 15 января;
– долг В — 60 000 р., срок платежа — 5 февраля;
– долг Г — 90 000 р., срок платежа — 6 февраля;
– долг Д — 20 000 р., срок платежа — 5 марта.

Выручка от реализации продукции за I квартал — 1,3 млн р.

Задача 8

Определите норму и норматив оборотных средств на планируемый год по готовой продукции, исходя из данных таблицы.

Себестоимость годового выпуска продукции — 2 млн р.

Изделие	Удельный вес в общем выпуске, %	Норма запаса готовой продукции на складе, дн.					
		Комплект. партии	Подбор партии	Упаковка	Доставка на станцию	Погрузка	Оформление документов
А	20	3,5	–	1,5	0,5	0,5	2
Б	22	–	3,0	1,0	0,5	0,5	2
В	13	2,0	1,5	0,5	0,5	0,5	2
Г	28	–	3,0	2,5	0,5	0,5	2
Д	7	1,5	–	0,5	0,5	0,5	2
Прочие	10	5,0	3,0	1,0	0,5	0,5	2

Задача 9

За отчетный период объем поставок сырья и материалов составил 3000 т; количество поставок — 25; две поставки объемом 200 т и 240 т являются чрезмерно крупными. *Правило:* размер особо крупных и мелких поставок в расчет не принимается.

Определите норму текущего запаса по сырью и материалам.

Задача 10

Определите оптимальную сумму операции и среднюю величину кассового остатка, исходя из следующих данных.

Показатель	Сумма
Потребность предприятия в наличных денежных средствах, млн р.	100
Годовая ставка процента по краткосрочным финансовым вложениям, %	20
Сумма расходов по обслуживанию одной операции с краткосрочными финансовыми вложениями, тыс. р.	10

Глава 5

Задача 1

Определите полную себестоимость реализованной продукции предприятия на планируемый год.

Вид затрат	Сумма, тыс. р.
Материальные затраты	52 170,0
Затраты на оплату труда	74 130,0
Амортизация основных фондов	14 120,0
Прочие затраты	30 560,3
Затраты, списанные на непроизводственные счета	5 000,0
Изменение остатков расходов будущих периодов — уменьшение	2 083,0
Изменение остатков незавершенного производства — увеличение	1 020,0
Внепроизводственные расходы	100,0
Изменение остатков готовой продукции — увеличение	4 670,0

Задача 2

Определите расходы предприятия на производство и реализацию продукции, учитываемые в целях налогообложения прибыли за год.

Вид затрат	Сумма, млн р.
Уплата процентов, начисленных за нарушение условий хозяйственных договоров	0,1
Оплата труда	20,0

Вид затрат	Сумма, млн р.
Премии, выплаченные работникам предприятия за счет средств специального назначения	5,0
Покупка сырья	100,0
Командировочные расходы всего, из них в пределах норматива	0,5 0,3
Уплата процентов по кредиту	0,2
Амортизация основных средств и НМА	12,0
Оплата услуг банка	0,4
Проведение маркетинговых исследований	0,1
Формирование резервов по сомнительным долгам	0,3
Добровольное страхование основных средств	0,2

Задача 3

Определите критический объем продаж, порог рентабельности и запас финансовой прочности, исходя из данных таблицы.

На основе полученных результатов сделайте выводы.

Показатель	Сумма, млн р.
Выручка от реализации продукции предприятия (без НДС) планируемая	700,0
Затраты на материалы	30,0
Заработная плата административно-управленческого персонала	100,0
Заработная плата рабочих (сдельная)	150,0
Амортизация	20,0
Налог на землю	4,5
Аренда офиса	12,0
Затраты на электроэнергию, используемую в производственных целях	7,0
Взносы во внебюджетные фонды: с заработной платы административно-управленческого персонала с заработной платы рабочих	 35,6 53,4

Задача 4

Определите критический объем продаж, порог рентабельности, исходя из данных таблицы.

На основе полученных результатов сделайте выводы.

Показатель	Сумма
Фактическая выручка от реализации (без НДС), тыс. р.	2000,0
Переменные затраты, тыс. р.	1100,0
Постоянные затраты, тыс. р.	860,0
Объем реализации, шт.	4000,0
Цена 1 шт., тыс. р.	0,5

Задача 5

Определите наиболее выгодный вид продукции для предприятия.

Показатель	Изделие		
	A	B	C
Выручка от реализации продукции (без НДС), тыс. р.	1500	2000	1100
Переменные затраты, тыс. р.	1200	1200	600
Постоянные затраты, тыс. р.	100	200	300

Задача 6

Компания шьет рубашки и брюки. В прогнозируемом периоде может быть отработано 20 000 чел.-ч. За 1 чел.-ч можно сшить одну рубашку либо трое брюк. Какой из товаров выгоднее производить компании.

Показатель	Рубашки (1)	Брюки (3)
1. Цена реализации, р.	15	20
2. Переменные издержки на единицу продукции, р.	6	16

Задача 7

Объем оптовых продаж электрообогревателей прогнозируется заводом в сумме 15 млн р. Амортизация, общехозяйственные и другие аналогичные расходы в объеме продаж — 3 млн р. Себестоимость продукции, зависимая от объема производства электрообогревателей, вместе с коммерческими расходами — 9 млн р. Налог на добавленную стоимость продукции, оплаченный покупателями, 2 млн р.

Определите:

1) силу действия операционного рычага;

2) насколько может увеличиться прибыль при вероятном росте в планируемом году выручки от реализации на 5 %.

Задача 8

Определите полную себестоимость реализованной продукции предприятия за отчетный период по данным таблицы.

Вид затрат	Сумма, млн р.
Затраты на производство продукции	100
Изменение остатков расходов будущих периодов — увеличение	20
Изменение остатков незавершенного производства — уменьшение	40
Затраты на работы и услуги, не включаемые в валовую продукцию	20
Расходы на упаковку	30
Транспортные расходы	50

Вид затрат	Сумма, млн р.
Остатки товаров на складе на начало года	3
Остатки товаров на складе на конец года	5
Штрафы за нарушение хоздоговора полученные	8
Затраты на приобретение амортизируемого имущества	2

Задача 9

Предприятие изготовляет запасные части к автомобилям и реализует их по 10 р./шт. Переменные издержки на единицу продукции — 3,6 р. Квартальный объем продаж — 250 тыс. шт. Постоянные издержки — 975 тыс. р. Порог рентабельности перейден.

Поступает коммерческое предложение продать дополнительно 20 тыс. запчастей по 5,25 р. Выполнение этого заказа связано только с возрастанием переменных издержек на 72 тыс. р. Постоянные издержки не изменяются. Стоит ли принять данное предложение?

Задача 10

Годовой выпуск на предприятии — 500 шт. Применяется сдельная форма оплаты труда. Цена единицы продукции 200 тыс. р./шт. Затраты на весь выпуск продукции представлены в таблице.

1. Постройте график безубыточности и определите критический выпуск.

2. Рассчитайте критический выпуск при увеличении цены до 220 тыс. р./шт.

3. Рассчитайте критический выпуск при увеличении расходов на сырье на 10 %.

4. Рассчитайте выпуск, при котором может быть достигнута прибыль 100 млн р.

5. Определите себестоимость единицы продукции, р./шт.

Вид затрат	Сумма, млн р.
Сырье	36 000
Вспомогательные материалы	300
Топливо и энергия	24 000
Заработная плата производственных рабочих	15 000
Отчисления на социальные нужды	5 700
Общепроизводственные расходы	7 400
Общехозяйственные расходы	3 000
Коммерческие расходы	3 600

Глава 6

Задача 1

Определите прибыль предприятия до налогообложения за отчетный год, исходя из данных таблицы.

Показатель	Сумма, млн р.
Выручка от реализации продукции предприятия (без НДС)	600,00
Расходы на покупку сырья и материалов	280,00
Расходы на оплату труда	80,00
Взносы во внебюджетные фонды	28,50
Налог на имущество предприятия	2,00
Плата за загрязнение окружающей среды: в пределах норматива свыше норматива	 0,05 0,08
Амортизация основных средств	16,00
Расходы на рекламу	1,20
Штраф за нарушение налогового законодательства	0,02
Штраф за нарушение условий хозяйственного договора	0,01
Выплаченные дивиденды	0,20
Доходы от участия в деятельности других организаций	5,00
Прибыль в товарных остатках: на начало года на конец года	 1,00 3,00

Задача 2

Определите чистую прибыль, остающуюся в распоряжении предприятия. Ставка налога на прибыль 20 %.

Показатель	Сумма, млн р.
Выручка от реализации продукции — нетто	400,0
Материальные расходы	150,0
Расходы на оплату труда	60,0
Взносы во внебюджетные фонды	22,0
Амортизация основных средств	12,0
Налог на имущество предприятия	0,6
Доходы от сдачи имущества в аренду	2,0
Взносы в уставный капитал	1,5
Штрафы за нарушение налогового законодательства	0,2

Задача 3

В Отчете о финансовых результатах (форма № 2) приведены следующие данные: выручка от продажи — 2 370 000 р.; себестоимость произведенной продукции — 1 604 000 р.; коммерческие расходы — 60 000 р.; прочие доходы — 150 000 р., прочие расходы — 100 000 р.

Определите все виды прибыли, формирующиеся в организации.

Задача 4

Планом предприятия на текущий год предусмотрена реализация продукции на сумму 1 980 тыс. р., в том числе НДС — 330 тыс. р. Полная себестоимость реализованной продукции — 1 230 тыс. р. Управленческие расходы составили 80 тыс. р., коммерческие — 40 тыс. р. Уплата процентов по кредиту предусмотрена в размере 25 тыс. р., получение дивидендов по акциям — 85 тыс. р., налог на прибыль — 20 %.

Определите валовую прибыль; прибыль от продаж; прибыль до налогообложения; прибыль от обычной деятельности.

Задача 5

Определите налог на прибыль, если стоимость реализованной продукции, включая НДС, составила 708 000 р. при ее себестоимости 420 000 р. Расходы, связанные с реализацией — 75 000 р.

Задача 6

Рассчитайте рентабельность продукции и порог рентабельности на предприятии, исходя из следующих данных.

Показатель	Сумма, млн р.
Выручка от реализации продукции	3 500
Переменные затраты	2 380
Постоянные затраты	420

Задача 7

Имеются следующие данные по предприятию.

Показатель	Сумма, тыс. р.
Выручка от реализации	1 500
Переменные издержки	1 050
Маржинальный доход	450
Постоянные издержки	300
Прибыль	150

Показатель	Сумма, тыс. р.
Собственные средства	600
Краткосрочные кредиты	60
Долгосрочные кредиты	150

Средняя расчетная ставка — 25 %, ставка налога на прибыль — 20 %.

Определите:

1) сколько процентов прибыли удастся сохранить предприятию, если выручка от реализации сократится на 25 %;

2) процент снижения выручки, при котором предприятие полностью лишается прибыли и встает на порог рентабельности;

3) на сколько процентов необходимо сократить постоянные издержки, чтобы при сокращении выручки на 25 % и при прежнем значении силы воздействия операционного рычага предприятие сохранило 75 % ожидаемой прибыли;

4) уровень эффекта финансового рычага и силу финансового рычага.

Сделайте выводы.

Задача 8

Рассчитайте выручку от реализации продукции предприятия на основе следующих данных.

Изделие	Остатки на начало года, шт.	Производство, шт.	Остатки на конец года, шт.	Отпускная цена, р.
А	200	1000	10	0,5
В	100	700	–	0,6
С	500	800	5	0,7
Д	300	900	1	0,6

Задача 9

Рассчитайте выручку от реализации продукции предприятия, исходя из следующих данных.

Показатель	Сумма, млн р.
Товарный выпуск продукции в планируемом году по отпускным ценам	200
Остатки нереализованной продукции по производственной себестоимости:	
на начало года	2
на конец года	3

Показатель	Сумма, млн р.
Объем производства продукции в 4-м квартале текущего года:	
по производственной себестоимости	25
по отпускным ценам	30
Объем производства продукции в 4-м квартале планируемого года:	
по производственной себестоимости	30
по отпускным ценам	50

Задача 10

Определите влияние увеличения себестоимости продукции на плановую прибыль на основе данных таблицы.

Показатель	Сумма
Выпуск товарной продукции в планируемом году по себестоимости отчетного года, млн р.	500
Увеличение себестоимости, %	1
Остатки товаров на складе на начало года, млн р.	10
Остатки товаров на складе на конец года, млн р.	30

Глава 7

Задание 1

Согласны ли вы со следующим утверждением? Обоснуйте свой ответ.

Посреднические надбавки увеличивают цену. Однако исключение посредников из цепи поставки товара и передача их функций производителям во многих случаях может привести к большему росту цены.

Задание 2

Крупная авиакомпания сталкивается с ценовым давлением компаний-дискаунтеров. Предложите для компании стратегическую цель, основные принципы ценовой политики, стратегию. Как реализовать предложенную стратегию? Укажите конкретные возможные мероприятия.

Задание 3

Имеет ли смысл заниматься посреднической деятельностью, если цена закупки равна 100 тыс. р.; издержки обращения составляют 50 тыс. р.; минимальная принятая рентабельность — 20 %, максимально возможная цена реализации — 180 тыс. р.?

Задание 4

Объясните на примере лекарственных препаратов, как данные действия влияют на чувствительность покупателей к уровню цены и на сам уровень цен. О каких факторах, влияющих на чувствительность покупателей к ценам на медикаменты, идет речь? Объясните эти факторы:

– предоставление больным льготных рецептов;

– наличие препаратов-аналогов;

– отсутствие опыта приема аналогичных препаратов;

– добавление в мультивитаминный препарат еще одного элемента;

– появление активной рекламы препарата, сообщающей об исключительной его эффективности;

– расположение одной аптеки в центре мегаполиса, а другой аптеки в пригороде;

– ограниченный срок годности препарата;

– степень серьезности заболевания.

Задание 5

Постоянные издержки составляют 450 тыс. р. Переменные издержки 340 р./шт. Цена реализации — 1100 р./шт. Рассчитайте точку безубыточности в натуральном и стоимостном выражении, валовую маржу, отклонение от точки безубыточности, запас прочности для количества продукции 100 и 500 шт.

Задание 6

В течение непродолжительного периода времени налогоплательщик реализовал две партии однородных товаров: первую по цене 130 р., а вторую — по цене 100 р. Рассчитайте рыночную цену:

а) если партии товаров были одинаковыми по размеру;

б) если первая партия в три раза больше по размеру, чем вторая.

Задание 7

Предприятие А реализует предприятию В товар по цене 1000 р. При этом предприятие В перепродает данный товар по цене 3000 р. Затраты по сбыту составили 300 р. Найдите рыночную цену методом цены последующей реализации.

Исходные данные по вариантам для кейса 1

Вариант	Цена, р./шт.	Объем реализации, шт.	Выручка от реализации, тыс. р.	Переменные затраты на единицу продукции, р.	Общие переменные затраты, тыс. р.	Постоянные затраты на единицу продукции, р.	Общие постоянные затраты, тыс. р.	Совокупные затраты на единицу продукции, р.	Совокупные издержки, тыс. р.	Прибыль (убыток) на единицу продукции, р.	Прибыль (убыток), тыс. р.
1	138,0	3000						147,0			
2	135,0					37,5		112,5			
3	108,0			63				93,0			
4					282			138,0			92,15
5		5250		66		54				18,0	
6	157,5				291					22,5	
7		6300		57						24,0	1008,00
8			635,04			75			450		
9	225,0				300			120,0			
10		7500		90							487,50

Исходные данные по вариантам для кейса 2

Показатель	Варианты									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. Цена реализации единицы продукции, р.	450,0	750,0	975,0	1170,0	1230,0	360,0	412,5	840,0	675,0	570,0
2. Переменные затраты на единицу продукции, р.	120,0	150,0	187,5	345,0	300,0	82,5	90,0	195,0	135,0	99,0
3. Совокупные постоянные затраты, тыс. р.	210,0	240,0	300,0	525,0	630,0	247,5	255,0	315,0	270,0	285,0
4. Сметная прибыль, тыс. р.	150,0	195,0	180,0	420,0	1327,5	165,0	135,0	217,5	240,0	127,5

Кейс 1

В таблице представлены данные по 10 вариантам ведения бизнеса.

Постоянные издержки для всех вариантов остаются неизменными.

Заполните таблицу и определите, какой вариант является наиболее эффективным.

Кейс 2 «Разработка ценовой политики предприятия и принятие ценового решения»

Для компании «Альфа» имеются следующие технико-экономические показатели деятельности, представленные в таблице.

Менеджеры компании считают уровень прибыли неприемлемым. В качестве альтернативных мероприятий по повышению цены предложены следующие:

1) уменьшить цену реализации на 20 %. Прогнозируемый результат — увеличение объема реализации на 12 %;

2) увеличить цену реализации на 16 %. Прогнозируемый результат — уменьшение объема реализации на 8 %.

1. Определите объем реализации, при котором компания окупит все понесенные затраты.

2. Определите вариант оптимального ценового решения из представленных альтернативных мероприятий. В качестве критерия оптимизации примите максимальный положительный финансовый результат.

3. По представленным данным рассчитайте, на какую величину в процентном выражении необходимо изменить цену реализации, чтобы была получена прибыль в размере 630 тыс. р.

Глава 8

Задача 1

Предприятие выпускает технически сложную продукцию, производство которой требует значительного количества комплектующих блоков. Предприятие может покупать эти блоки по цене 100 р./шт. или производить их у себя. Прямые переменные издержки — 85 р./шт. Постоянные издержки — 20 р./шт. Полная себестоимость — 105 р./шт. Определите, что более выгодно для предприятия (порог рентабельности перейден).

Задача 2

Предприятие имеет 1 000 устаревших деталей для компьютеров, приобретенных ранее за 200 000 р. Что выгоднее: обработать детали с издержками 40 000 р. и продать их за 64 000 р., или продать их за 17 000 р. без всякой доработки?

Задача 3

Предприятие реализует в кредит в среднем 80 % продукции, а 20 % — за наличный расчет. Как правило, предприятие предоставляет своим контрагентам 30-дневный кредит на льготных условиях (для простоты вычислений размером льготы в данном случае пренебрегаем и считаем, что плата за кредит равна 0). Статистика показывает, что 85 % платежей оплачивается контрагентами вовремя, т. е. в течение предоставленного для оплаты месяца, а остальные 15 % оплачиваются в течение следующего месяца.

При установлении цены на свою продукцию предприятие придерживается следующей политики: затраты на сырье и материалы должны составлять около 65 %, а прочие расходы — около 15 % в отпускной цене продукции, т. е. суммарная доля расходов не должна превышать 80 % отпускной цены.

Сырье и материалы закупаются в размере месячной потребности следующего месяца; оплата сырья осуществляется с лагом в 30 дней.

Предприятие намерено наращивать объемы производства с темпом прироста 2 % в месяц. Прогнозируемое увеличение цен на сырье и материалы составит в планируемом полугодии 2,5 % в месяц.

Остаток денежных средств на расчетном счете на 1 января составляет 125 тыс. р.

Доля налогов и прочих отчислений в бюджет составляет приблизительно 30 % валовой прибыли предприятия.

В марте планируемого года предприятие намерено приобрести новое оборудование на сумму 260 тыс. р.

Необходимые для расчета фактические данные за ноябрь и декабрь предыдущего года приведены в соответствующих графах таблицы (тыс. р.).

Показатель	Ноябрь	Декабрь
Выручка от реализации	1258	1354,6
Затраты на сырье и материалы	–	912,3

Показатель	Ноябрь	Декабрь
Прочие расходы	–	159,2
Валовая прибыль	–	283,1
Налоги и прочие отчисления от прибыли	–	84,9
Чистая прибыль	–-	198,2

Требуется составить бюджет движения денежных средств на первое полугодие планируемого года.

Задача 4

Создается консультационная компания «Альянс», которая специализируется на финансово-экономическом и налоговом консалтинге. Каждая консультация осуществляется одним из трех работников компании. Уставный капитал формируется на паевой основе при вкладе каждого участника 3 333 р. Доходы складываются из 480 ч консультаций ежемесячно на всех работников. При этом оплата консультаций производится по ставке 300 р. (без НДС). Заработная плата трех консультантов планируется в размере 30 000 р. На работу также принимаются два секретаря для написания отчетов и приема клиентов. Их заработная плата составляет 10 000 р. (каждому).

Для открытия фирмы уплачен регистрационный сбор, плата за открытие счета в банке (3 000 р.), куплен компьютер (24 150 р.)

Ежемесячно расходы компании будут составлять:

– плата за телефон (предоплата) — 200 р.;

– коммунальные услуги — 1 500 р.;

– транспорт (бензин) — 4 200 р.

Ставка по кредиту — 16 % годовых.

Обоснуйте целесообразность создания компании, исходя из ее бизнес-плана, составленного на основе вышеприведенных данных.

Задача 5

Руководство компании намерено увеличить выручку от реализации на 10 % (с 40 млн до 44 млн р.), не выходя за пределы релевантного диапазона. Общие переменные издержки составляют для исходного варианта 31 млн р. Постоянные издержки — 3 млн р.

Рассчитайте сумму прибыли, соответствующую новому уровню выручки от реализации традиционным способом и с помощью операционного рычага. Сравните полученные результаты.

Задача 6

Выручка от реализации компании А в январе составила 50 000 тыс. р.; в последующие месяцы ожидается ее прирост с темпом 1 % в месяц. Затраты на сырье составляют 30 % объема реализации. Сырье закупается за месяц до момента его потребления и оплачивается через два месяца после получения. Рассчитайте отток денежных средств в июне, связанный с приобретением сырья.

Задача 7

Предприятие выпускает 2 вида продукции в процентном соотношении 30/70.

Рассчитайте прибыль от реализации продукции, исходя из данных таблицы.

Показатель	Товар 1	Товар 2
Норма расхода сырья на единицу продукции, кг	1,15	0,94
Закупочная стоимость сырья, р./кг	12,00	12,00
Сдельная заработная плата, р./ед.	4,50	5,30
Прочие затраты, р./ед.	2,75	3,02
Цена, р./ед.	27,00	25,00

Объем продаж составил 25 000 ед.

Единый социальный налог (ЕСН) для основной группы налогоплательщиков составляет 30 %, в том числе:

– взносы на обязательное пенсионное страхование — 22 %;

– отчисления на обязательное медицинское страхование — 5,1 %;

– платежи в страховой фонд — 2,9 %.

Общепроизводственные расходы 120 000 р.

Задача 8

Предприятие производит продукцию 1, 2 и 3. Имеется следующая информация.

Вид продукции	Запасы на начало периода, шт.	Планируемые продажи в июне, шт.	Цена реализации, р.
Продукция 1	63	290	120
Продукция 2	36	120	208
Продукция 3	90	230	51

Запасы на конец месяца должны составлять 30 % от объема продаж за соответствующий месяц. Для производства продукции требуются следующие ресурсы.

Вид продукции	Сырье А, натур. ед.	Сырье Б, натур. ед.	Затраты труда рабочих, ч	Затраты труда специалистов, ч
Продукция 1	4	2	3	2
Продукция 2	5	3	5	8
Продукция 3	2	1	2	–
Стоимость единицы затрат, р.	12	7	4	6

Запасы материалов на начало периода, натур. ед.

Вид сырья	Варианты									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Сырье А	142	140	155	135	150	137	145	148	152	130
Сырье Б	81	75	72	83	78	85	95	95	87	90

Планируется, что запасы материалов на конец периода должны быть достаточными для производства 50 ед. каждого вида продукции.

Накладные расходы составляют 1 р. на каждый час затраченного труда.

1. Составьте на июнь бюджет:
   а) продаж;
   б) производства;
   в) расходования материалов;
   г) трудовых затрат;
   д) закупки материалов.
2. Составьте планируемый отчет о финансовых результатах за июнь.

Кейс

Планируется создание швейной мастерской, специализирующейся на пошиве униформы, при этом по условию мастерской клиенты сами приносят нужную ткань. Предусматривается прием на работу следующего персонала:

– 1 директор — 100 000 р. в месяц;
– 1 бухгалтер — 70 000 р. в месяц;
– 1 закройщик — 60 000 р. в месяц;
– 10 швей — по 35 000 р. в месяц;
– 1 механик-наладчик — 50 000 р. в месяц;
– 1 секретарь — 40 000 р. в месяц.

Для создания предприятия необходимо реализовать следующее:

1) покупка 7 швейных машин стоимостью 5 млн р.;

2) покупка рабочих и письменных столов и стульев на 2 млн р.;

3) покупка специализированного инструмента (ножниц, ножей, игл и т. д.) на 300 000 тыс. р. (сроки амортизации для машин и мебели — 5 лет, для инструмента — 3 года);

4) аренда помещения — 130 000 р., подлежит оплате к 15 числу текущего месяца, о предоплате договоренности нет;

5) страховка помещения и машин (против кражи и пожара) на сумму 240 000 р., выплачивается заранее.

Ежемесячные расходы предприятия составят:

– телефон, вода, электроэнергия — 10 000 р.;

– запасные части (техническое обслуживание, ремонт) — 50 000 р.;

– реклама — 37 500 р.;

– вспомогательный материал — 100 000 р.

По результатам проведенного маркетингового исследования известно, что в месяц предприятие может продать 660 униформ по 2 500 р. (или по 33 изделия в день при 20 рабочих днях).

Для финансирования деятельности предприятия планируется взять банковский кредит в размере 5,5 млн р. под 22 % (проценты выплачиваются ежемесячно, ссуда выплачивается полностью только в конце второго года).

Задание 1

Произведите расчет прибыли (убытков) на первый месяц и на первый год работы предприятия.

Для создания предприятия вносится собственный капитал в размере 500 000 р. Из этих средств до начала деятельности предприятия выделяется 150 000 р. на регистрацию, открытие счета в банке и т. д. Имеется договоренность с банком об овердрафте на максимальную сумму 100 000 р. При расчете оборотного производственного капитала используется следующая информация:

– одномоментная сумма 10 % от месячной выручки как задолженность клиентов, которые платят с опозданием на месяц;

– месячная арендная плата;

– все издержки на заработную плату и оклады;

– затраты на материалы — 95 000 р.;

– предоплата за страховку;

– вспомогательный материал на три месяца в качестве запаса на складе.

Задание 2

1. Составьте план инвестиций и финансирования, разграничив собственный и заемный капитал. Рассчитайте, какой овердрафт будет использован.

2. Составьте баланс на момент открытия предприятия перед началом деятельности. Не все составляющие оборотного капитала будут выплачиваться к началу деятельности. Необходимо обеспечить фонд наличных средств в размере 50 000 р., остаток перейдет в актив.

Задание 3

Составьте баланс на конец первого года и проведите встречный контроль, рассчитав cash-flow на первый год.

После первого года деятельности планируется увеличить объемы производства за счет покупки 2 швейных машин на 2,4 млн р. и увеличить оборот на 25 %. Покупка машин финансируется за счет собственных средств предприятия. Прибыль первого года полностью преобразована в собственный капитал. Кроме того, необходимо заплатить налоги за первый год уже во втором году.

Задание 4

1. Рассчитайте прибыль после уплаты налогов во втором году.

2. Может ли быть возвращен кредит, если имеется 50 000 р. наличных денег?

Имеются следующие данные по изготовлению одной униформы.

Рабочее время	Материал
Измерения 1/4 ч	1 пряжка 40 р.
Кройка 1/2 ч	4 пуговицы 10 р.
Сметывание 1/4 ч	30 м ниток 200 р.
Шитье 1 ч	Прочее 10 р.
Упаковка 1/4 ч	–

Задание 5

Рассчитайте прямые и косвенные затраты. На основании проведенных расчетов сделайте выводы.

Глава 9

Задание 1

Дискуссия на тему «Социально ориентированный проект — убыточный проект»

Примерные вопросы для обсуждения

Сформулируйте определение понятия «убыточный проект».

Какого типа проекты могут стать убыточными?

Какие причины могут сделать проект убыточным?

В чем основная цель реализации социально ориентированных проектов?

Может ли социально ориентированный проект быть убыточным? Обоснуйте свои ответы.

Задание 2

Составьте бюджеты социально ориентированного проекта для привлечения финансирования:

– «внутренний» бюджет для принятия управленческих решений;

– «внешний» бюджет для привлечения финансовых ресурсов;

– план-график выплат для обоснования использования тех или иных методов социально ориентированного финансирования;

– «внутренний» бюджет для контроля расходования средств.

Задание 3

Составьте графическое и текстовое описание рисков, сопутствующих социально ориентированному финансированию.

По одной оси указывается «Вероятность или частота возникновения риска», по другой оси — «Значимость риска». Предполагаемые риски пронумеруйте и распределите на пересечении двух осей. Составьте матрицу рисков на основании выявленных рисков.

Задание 4

Распределите источники и методы социально ориентированного финансирования между моделями социально ориентированного финансирования. Задание выполните в виде таблицы. Обоснуйте свою точку зрения.

Модель социально ориентированного финансирования	Источники финансирования	Методы финансирования
1. Внедрение социальных инноваций		
2. Коммерциализация социально ориентированной идеи		
3. Социальное развитие человеческого капитала		
4. Общественная ценность		
5. Социальная благотворительность		

Задание 5

На основе анализа научной литературы приведите примеры социальных инноваций. Результат представьте в виде таблицы.

Социальные инновации	Характеристика	Возможные результаты	
		финансовые	нефинансовые

Кейс «Составление заявки на грант»

Подготовьте индивидуальный социальный проект, т. е. проект, который можете реализовать своими силами, в одиночку, и представьте его текст как заявку на грант.

А. Обоснуйте актуальность социального проекта

Для этого необходимо:

– определить проблему (круг проблем, проблемную ситуацию), которая попадает в фокус проектного интереса;

– соотнести собственный интерес (свои ресурсы) с этой (этими) проблемой (проблемами);

– выдвинуть аргументы, доказывающие решаемость проблемы в определенные сроки при помощи имеющихся ресурсов;

– подтвердить актуальность проблемы с помощью дополнительных материалов (статистические отчеты, социологические исследования, публикации в прессе, обращения граждан и т. п.) и результатов анализа состояния проблемы в настоящее время в местном сообществе.

Ответьте на контрольные вопросы.

1. Все ли аспекты проблемы рассмотрены?
2. Учтены ли предыдущие усилия, направленные на решение проблемы?
3. Описаны ли четко, ясно масштаб и глубина проблемы?
4. Все ли ограничения учтены?
5. Все ли альтернативы рассмотрены?
6. Проведен ли их сравнительный анализ?

Б. Сформулируйте одним предложением цель социального проекта, отразив:

– что необходимо сделать (ожидаемый эффект от проекта);

– кто это сделает;

– к какому сроку.

Для обозначения возможных изменений в формулировке цели используйте следующие термины: интегрировать, выделить, про-

пагандировать, стимулировать, поддержать, увеличить, уменьшить, ограничить, распространить, дать возможность, укрепить, создать, организовать и др.

В. Перечислите конкретные задачи, которые должны быть решены в социальном проекте.

1.
2.
3.
…

Г. Сформулируйте стратегию достижения желаемых результатов и обоснуйте свой выбор.

Представьте «сильные» и «слабые» стороны вашей проектной стратегии.

Проектная стратегия	
«Сильные» стороны	«Слабые» стороны

В результате нужно иметь ответы на следующие вопросы:

– что будет сделано?
– кто осуществляет действия?
– как, каким образом осуществляются действия?
– какие сроки определены для осуществления действий?
– в какой последовательности осуществляются действия?
– какие ресурсы используются?

Д. Заполните примерный календарный план-график социального проекта.

№ п/п	Мероприятия	Месяцы (даты) выполнения			
		1	2	3	4
1	Название мероприятия				
2	Название мероприятия (действия)				
3	Название мероприятия (действия)				

Е. На основе сформированной организационной структуры проекта, календарного плана-графика социального проекта заполните матрицу ответственности.

№ п/п	ФИО	Мероприятия, действия (работа)		
1				
2				
3				

Ж. Сформулируйте сопутствующие риски.

В процессе разработки социального проекта на уровне обсуждения возникают различные вопросы и комментарии, ставящие под сомнение решение определенных задач:

– раньше мы этого не делали, у нас нет опыта;

– у нас нет людей, которые бы это реализовали;

– мы пока к этому не готовы, это слишком инновационно;

– теоретически хорошо, а как это реализовать на практике;

– у нас мало времени для того, чтобы реализовать качественно;

– нас слишком мало, чтобы решить эту задачу.

З. Составьте графическое и текстовое описание ограниченного числа рисков.

По одной оси указывается «Вероятность или частота возникновения риска», по другой оси — «Значимость риска». Предполагаемые риски нумеруются и распределяются на пересечении осей.

И. Составьте бюджеты социального проекта.

«Внутренний бюджет» для принятия решений.

«Внешний бюджет» для привлечения средств.

«Внутренний бюджет» для контроля расходов.

Глава 10

Тест 1

В тесте может быть только один правильный ответ.

1. Для построения эффективной системы корпоративного финансового управления в компании необходимо:

а) знание и понимание мотивов и экономических интересов стейкхолдеров;

б) создание финансовой модели компании, позволяющей определять внутренние и внешние финансовые проблемы и риски;

в) понимание логики и принципов принятия менеджерами управленческих решений;

г) все вышеперечисленное.

2. Что *не относится* к понятию «корпоративное управление»?

а) взаимоотношения между стейкхолдерами, касающиеся функционирования корпорации;

б) текущее финансовое планирование;

в) внутреннее средство обеспечения деятельности корпорации;
г) механизм формирования целей, средств их достижения и контроля над деятельностью корпорации.

3. К принципам надлежащего корпоративного управления *не относится*:
а) принцип справедливости;
б) принцип раскрытия информации и прозрачности;
в) принцип адресности;
г) принцип ответственности и подотчетности.

4. Принцип справедливости корпоративного управления означает:
а) обеспечение защиты прав владельцев акций и равное отношение ко всем типам акционеров;
б) одинаковый размер выплаты вознаграждения независимым директорам;
в) одинаковый размер выплаты вознаграждения всем членам совета директоров;
г) обеспечение равных прав владельцам акций и облигаций.

5. Какая модель корпоративного управления характеризуется распыленной структурой акционерного капитала, низкой концентрацией капитала в одних руках, высокой степенью защиты прав собственников?
а) англо-американская;
б) континентально-европейская;
в) российская;
г) японская.

6. Какая модель корпоративного управления характеризуется концентрированной структурой собственности, в которой часто доминирует государство, совмещением управления, контроля и владения собственностью, низкой защитой прав миноритарных акционеров?
а) англо-американская;
б) континентально-европейская;
в) российская;
г) японская.

7. Германская модель корпоративного управления характеризуется как:
а) мажоритарная инсайдерская;

б) миноритарная инсайдерская;
в) мажоритарная аутсайдерская;
г) миноритарная аутсайдерская.

8. Англо-американская модель корпоративного управления характеризуется как:

а) мажоритарная инсайдерская;
б) миноритарная инсайдерская;
в) мажоритарная аутсайдерская;
г) миноритарная аутсайдерская.

9. Какая из моделей корпоративного управления характеризуется наличием подавляющего числа публичных акционерных компаний как формы организации крупного бизнеса?

а) англо-американская;
б) германская;
в) российская;
г) японская.

10. Какая из моделей корпоративного управления характеризуется сильным влиянием банковского финансирования вместо акционерного?

а) англо-американская;
б) германская;
в) российская;
г) австралийская.

11. Такой признак, как клановость, характерен для модели корпоративного управления:

а) российской;
б) англо-американской;
в) японской;
г) германской.

12. Присутствие представителей трудового коллектива в качестве членов наблюдательного совета является характерной особенностью модели корпоративного управления:

а) российской;
б) англо-американской;
в) японской;
г) германской.

13. Доля независимых директоров в наблюдательном совете должна составлять не менее:

а) 20 %;
б) 40 %;
в) 60 %;
г) 80 %.

14. Совет директоров (наблюдательный совет) должен отчитываться перед:

а) трудовым коллективом;
б) органами государственной и муниципальной власти;
в) акционерами корпорации;
г) Банком России как мегарегулятором финансового рынка.

15. Перекрестное владение акциями как признак корпоративного управления характерен для модели:

а) англо-американской;
б) австралийской;
в) германской;
г) южно-азиатской.

16. В какой модели совмещены надзорные функции, реализуемые независимыми директорами, и функции исполнения, реализуемые исполнительными директорами, в едином органе корпоративного управления?

а) российской;
б) англо-американской;
в) японской;
г) германской.

17. В какой модели корпоративного управления распространена практика назначения крупных отставных правительственных чиновников в состав совета директоров?

а) российской;
б) англо-американской;
в) японской;
г) германской.

18. Каким документом регламентируются взаимоотношения между различными группами стейкхолдеров и корпорацией?

а) Гражданским кодексом РФ;
б) Трудовым кодексом РФ;

в) Федеральным законом «О рынке ценных бумаг»;
г) Кодексом корпоративного поведения.

19. Такая отличительная особенность, как многочисленность членов совета директоров, характерна для модели корпоративного управления:
а) российской;
б) англо-американской;
в) японской;
г) германской.

20. Чем обусловлено осуществление контроля над эффективной работой менеджеров со стороны наблюдательного совета, а не рынка корпоративного контроля в германской модели корпоративного управления?
а) высокой степенью концентрации акционерного капитала;
б) законодательными нормами регулирования отношений участников корпорации;
в) высокими затратами на проведение общего собрания акционеров;
г) низкой степенью концентрации акционерного капитала.

Задание 1

Выявите сущностные признаки *англо-американской* и *германской* моделей корпоративного управления. Найдите *не менее* трех общих черт этих моделей и не менее трех отличий. Оформите их в таблицу.

Признаки моделей корпоративного управления	Общие черты	Отличия
Структура акционерного капитала		
Влияние государства на корпоративные отношения		
Влияние фондового рынка на корпоративные отношения		
Состав совета директоров (наблюдательного совета)		
И др.		

Задание 2

Выявите сущностные признаки *японской* и *германской* моделей корпоративного управления. Найдите *не менее* трех общих черт этих моделей и не менее трех отличий. Оформите их в таблицу.

Признаки моделей корпоративного управления	Общие черты	Отличия
Структура акционерного капитала		
Влияние государства на корпоративные отношения		
Влияние фондового рынка на корпоративные отношения		
Состав совета директоров (наблюдательного совета)		
И др.		

Глава 11

Задание 1

Дайте сравнительную характеристику корпоративных структур, созданных на имущественной и на договорной основе, на примере *концерна и консорциума*. Выявите *не менее* трех общих черт и не менее трех отличий. Систематизируйте в таблицу.

Корпоративные структуры	Общие черты	Отличия
Созданные на имущественной основе (концерн)		
Созданные на договорной основе (консорциум)		

Задание 2

Дайте сравнительную характеристику корпоративных структур, созданных на имущественной и на договорной основе, на примере *холдинга и картеля*. Выявите *не менее* трех общих черт и не менее трех отличий. Систематизируйте в таблицу.

Корпоративные структуры	Общие черты	Отличия
Созданные на имущественной основе (холдинг)		
Созданные на договорной основе (картель)		

Задание 3

Дайте сравнительную характеристику корпоративных структур, созданных на имущественной и на договорной основе, на примере *кон-*

гломерата и стратегического альянса. Выявите *не менее* трех общих черт и не менее трех отличий. Систематизируйте в таблицу.

Корпоративные структуры	Общие черты	Отличия
Созданные на имущественной основе (конгломерат)		
Созданные на договорной основе (стратегический альянс)		

Задание 4

Дайте сравнительную характеристику корпоративных структур, созданных на имущественной и на договорной основе, на примере *треста и синдиката*. Выявите *не менее* трех общих черт и не менее трех отличий. Систематизируйте в таблицу.

Корпоративные структуры	Общие черты	Отличия
Созданные на имущественной основе (трест)		
Созданные на договорной основе (синдикат)		

Задание 5

Выявите преимущества (не менее трех) и недостатки (не менее трех) такой формы корпоративной структуры, созданной на имущественной основе, как холдинг. Систематизируйте их в таблицу.

Преимущества	Недостатки
1.	1.
2.	2.
3.	3.

Задание 6

Выявите преимущества (не менее трех) и недостатки (не менее трех) такой формы корпоративной структуры, созданной на имущественной основе, как концерн. Систематизируйте их в таблицу.

Преимущества	Недостатки
1.	1.
2.	2.
3.	3.

Задание 7

Выявите преимущества (не менее трех) и недостатки (не менее трех) такой формы корпоративной структуры, созданной на имущественной основе, как конгломерат. Систематизируйте их в таблицу.

Преимущества	Недостатки
1.	1.
2.	2.
3.	3.

Задание 8

Выявите преимущества (не менее трех) и недостатки (не менее трех) такой формы корпоративной структуры, созданной на имущественной основе, как трест. Систематизируйте их в таблицу.

Преимущества	Недостатки
1.	1.
2.	2.
3.	3.

Задание 9

Выявите преимущества (не менее трех) и недостатки (не менее трех) такой формы корпоративной структуры, созданной на договорной основе, как консорциум. Систематизируйте их в таблицу.

Преимущества	Недостатки
1.	1.
2.	2.
3.	3.

Задание 10

Выявите преимущества (не менее трех) и недостатки (не менее трех) такой формы корпоративной структуры, созданной на договорной основе, как картель. Систематизируйте их в таблицу.

Преимущества	Недостатки
1.	1.
2.	2.
3.	3.

Задание 11

Выявите преимущества (не менее трех) и недостатки (не менее трех) такой формы корпоративной структуры, созданной на договорной основе, как стратегический альянс. Систематизируйте их в таблицу.

Преимущества	Недостатки
1.	1.
2.	2.
3.	3.

Задание 12

Выявите преимущества (не менее трех) и недостатки (не менее трех) такой формы корпоративной структуры, созданной на договорной основе, как синдикат. Систематизируйте их в таблицу.

Преимущества	Недостатки
1.	1.
2.	2.
3.	3.

Глава 12

Тест 1

В тесте может быть только один правильный ответ.

1. Целью эмиссии ценных бумаг является:

а) формирование уставного капитала при учреждении акционерного общества;

б) увеличение размера уставного капитала в ходе осуществления финансово-хозяйственной деятельности;

в) привлечение предприятиями долгового финансирования;

г) все перечисленное.

2. Определите из нижеперечисленного *неверное* утверждение, касающееся облигаций:

а) акционерное общество вправе размещать облигации отдельными частями в разные сроки в течение срока размещения облигаций выпуска;

б) акционерное общество вправе выпускать облигации с единовременным сроком погашения и со сроком погашения по сериям;

в) акционерное общество вправе размещать облигации только в документарной форме путем выпуска сертификатов на каждую облигацию;
г) доходом по облигациям является процент и (или) дисконт.

3. Процесс отчуждения эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок является:

а) размещением эмиссионных ценных бумаг;
б) эмиссией ценных бумаг;
в) выпуском эмиссионных ценных бумаг;
г) обращением ценных бумаг.

4. С чего начинается процедура эмиссии дополнительных акций?

а) с изготовления сертификатов акций;
б) с утверждения решения о выпуске акций;
в) с принятия решения о размещении акций;
г) с подготовки проспекта акций.

5. Официальная фиксация обязательств эмитента, удостоверяемых эмиссионными ценными бумагами, выпуск которых подлежит государственной регистрации, осуществляется на этапе:

а) принятия эмитентом решения о размещении эмиссионных ценных бумаг;
б) утверждения решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг;
в) государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг;
г) государственной регистрации отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг.

6. Укажите способы размещения акций общества в соответствии с российским законодательством о ценных бумагах: 1 — андеррайтинг; 2 — поглощение; 3 — слияние; 4 — конвертация; 5 — подписка; 6 — распределение среди учредителей общества; 7 — распределение среди акционеров общества; 8 — распределение среди кредиторов общества.

а) все перечисленное;
б) 2, 4, 5, 8;
в) все, кроме 1;
г) 4, 5, 6, 7.

7. Укажите способы размещения облигаций общества в соответствии с российским законодательством о ценных бумагах: 1 — андеррайтинг; 2 — обмен; 3 — приобретение; 4 — конвертация; 5 — подписка; 6 — распределение среди учредителей общества; 7 — распределение среди акционеров общества; 8 — распределение среди кредиторов общества.

а) 8;
б) 4 и 5;
в) 5 и 7;
г) все перечисленное.

8. Размещение акций осуществляется: 1 — посредством распределения среди учредителей при учреждении общества; 2 — посредством распределения среди акционеров при увеличении уставного капитала общества; 3 — посредством конвертации в акции иных ценных бумаг общества.

а) 1 и 2;
б) 2;
в) 3;
г) все перечисленное.

9. Укажите правильное утверждение в отношении порядка и сроков государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг»:

а) государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг считается состоявшейся, если в течение одного месяца с даты получения документов регистрирующий орган не направил эмитенту письменного уведомления об отказе в регистрации;
б) государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг считается состоявшейся, если в течение 30 дней с даты получения документов регистрирующий орган не направил эмитенту письменного уведомления об отказе в регистрации;
в) регистрирующий орган не позднее двух недель с даты получения документов обязан принять решение о государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или об отказе в регистрации отчета об итогах выпуска;

г) регистрирующий орган не позднее 10 дней с даты получения документов обязан принять решение о государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или об отказе в регистрации отчета об итогах выпуска.

10. Цена размещения дополнительных акций лицам, реализующим преимущественное право приобретения акций:

а) может быть ниже цены размещения иным лицам, но не более чем на 10 %;

б) может быть ниже цены размещения иным лицам, но не более чем на 5 %;

в) может быть ниже цены размещения иным лицам, но не более чем на 1 %;

г) не может быть ниже цены размещения иным лицам.

Задание 1

Назовите преимущества (не менее пяти) и недостатки (не менее пяти) первичного публичного размещения акций (IPO) корпорациями. Систематизируйте их в таблицу.

Преимущества	Недостатки
1. 2. 3. 4. 5. и т. д.	1. 2. 3. 4. 5. и т. д.

Задание 2

Рассчитайте, чему равен уставный капитал общества, если: общество учреждено с уставным капиталом 100 000 р.; уставом определено, что общее количество объявленных акций номиналом 1 000 р. составляет 2 000 шт.; общество произвело размещение 1 000 дополнительных акций номинальной стоимостью 1 000 р.

Глава 13

Задание 1

Дайте сравнительную характеристику *консервативной* и *агрессивной* дивидендной политики, выявите *не менее* трех общих черт и трех отличий.

Характеристика	Общие черты	Отличия
Чьи экономические интересы удовлетворяются при реализации дивидендной политики		
Длительность периода, в котором реализуется дивидендная политика		
Источник выплаты дивидендов		
И др.		

Задание 2

Дайте сравнительную характеристику *консервативной* и *умеренной* дивидендной политики, выявите *не менее* трех общих черт и трех отличий.

Характеристика	Общие черты	Отличия
Чьи экономические интересы удовлетворяются при реализации дивидендной политики		
Длительность периода, в котором реализуется дивидендная политика		
Источник выплаты дивидендов		
И др.		

Задание 3

Выявите преимущества и недостатки *консервативной* дивидендной политики для *акционеров-собственников* компании-эмитента.

Параметры	Преимущества	Недостатки

Задание 4

Выявите преимущества и недостатки *агрессивной* дивидендной политики для *акционеров-собственников* компании-эмитента.

Параметры	Преимущества	Недостатки

Задание 5

Выявите преимущества и недостатки *умеренной* дивидендной политики для *акционеров-собственников* компании-эмитента.

Параметры	Преимущества	Недостатки

Задача 1

АО зарегистрировало эмиссию 10 тыс. обыкновенных акций, из которых 9 тыс. было продано акционерам. Через некоторое время 500 акций было выкуплено обществом у акционеров. По окончании отчетного года собранием акционеров принято решение о распределении на дивиденды 2 млн р. прибыли. Каков будет размер дивиденда на акцию?

Задача 2

Уставный капитал АО в размере 1 млн р. разделен на 90 обыкновенных и 10 привилегированных акций. Предполагаемый размер прибыли к распределению между акционерами — 200 тыс. р. Фиксированная ставка дивиденда по привилегированным акциям составляет 20 %. На получение какого дивиденда может рассчитывать владелец обыкновенных акций?

Задача 3

АО выпустило простых акций на 1 млн р., привилегированных на 1 млн р. при ставке дивиденда 6 %, а также облигационный заем на 1 млн р. с уплатой 4 % годовых. Как распределится чистая прибыль в размере 100 тыс. р. для выплаты доходов по: а) обыкновенным акциям, б) облигациям, в) привилегированным акциям?

Задача 4

Инвестор приобрел за 800 р. привилегированную акцию номиналом 1000 р. со ставкой дивиденда 30 %. Какова текущая доходность акции, если ее рыночная цена составляет 1200 р.?

Кейс 1

Обновленная в 2020 г. дивидендная политика корпорации «Металлург» была разработана для предоставления акционерам и всем заинтересованным лицам стратегии компании по распределению и использованию чистой прибыли.

В соответствии с действующей дивидендной политикой дивидендные выплаты определяются в следующем порядке:

– если соотношение «Чистый долг / EBITDA» меньше или равно 1,0, то уровень дивидендных выплат находится в диапазоне, границами которого являются 50 % чистой прибыли и 50 % свободного денежного потока, рассчитываемых по консолидированной финансовой отчетности, подготовленной в соответствии с МСФО;

– если соотношение «Чистый долг / EBITDA» выше 1,0, то уровень дивидендных выплат находится в диапазоне, границами которого являются 30 % чистой прибыли и 30 % свободного денежного потока, рассчитываемых по консолидированной финансовой отчетности, подготовленной в соответствии с МСФО.

В обращении находится 5 987 240 акций компании. Дивиденды выплачиваются на ежегодной основе.

1. Назовите значение показателя EBITDA.

2. Каковы основные направления распределения чистой прибыли корпорации?

3. Какой орган компании принимает решения относительно дивидендной политики?

4. Рассчитайте размер дивидендов на одну акцию и заполните таблицу.

Год	Сумма дивидендов, млн р.	Дивиденды на акцию, р.
2021	21 755,4	
2020	14 563,5	
2019	14 623,5	
2018	4 015,5	
2017	3 716,0	
2016	11 986,5	
2015	10 907,7	
2014	1 318,5	

Покажите динамику дивидендов на акцию за анализируемый период. Что влияет на величину дивидендов?

5. Предположите, что в результате переоценки основных средств корпорация «Металлург» примет решение о дополнительном выпуске обыкновенных акций номинальной стоимостью 1 р. каждая. При этом количество этих акций станет равно 5 987 240 000. Каким образом данные обыкновенные акции будут распределены между акционерами корпорации? Какое количество акций будет иметь в собственности каждый акционер?

Кейс 2

«Газовик» — компания с государственным участием. Она рассмотрела информацию о перспективах реализации дивидендной политики компании в 2022–2024 гг. За последние несколько лет, несмотря на волатильность финансовых рынков, компания обеспечила акционерам стабильный уровень дивидендов на акцию: 7 р. 20 к. — по итогам работы в 2019 г.; 7 р. 89 к. — по итогам работы в 2020 г. Дивидендная доходность по акциям компании «Газовик» в этот период соответствовала уровню доходности ведущих энергетических компаний мира. В настоящее время в качестве расчетной базы для выплаты дивидендов используется показатель чистой прибыли компании, определенной по данным бухгалтерской (финансовой) отчетности. Вместе с тем в компании прорабатывается вопрос перехода на выплату дивидендов, рассчитанных от консолидированной прибыли по МСФО.

Компания нацелена на сохранение размера дивидендов в 2022–2024 гг. в рублевом выражении на уровне не ниже выплаченных в 2021 г. Правление компании «Газовик» рекомендовало совету директоров установить размер дивидендов за 2021 г. на уже достигнутом уровне, в размере 186,8 млрд р. (7 р. 89 к. на акцию).

1. Проанализируйте дивидендную политику компании. Каковы цели и задачи проводимой дивидендной политики?

2. К каким последствиям, на ваш взгляд, может привести существенное повышение выплат дивидендов компаниями с государственным участием?

3. Какие данные необходимо проанализировать компании для окончательного формирования решения по выплате дивидендов в предстоящие периоды?

4. Как вы думаете, какие факторы повлияли на формирование рекомендации Правления компании «Газовик» совету директоров об установлении уровня дивидендов в размере 7 р. 89 к. на одну акцию?

Кейс 3

Совет директоров и руководство компании «Мобильная связь» понимают, что постоянные и стабильные дивиденды являются неотъемлемой составляющей инвестиционной привлекательности компании и доходности для акционеров. С 2015 г. компания выплатила суммарно более 235 млрд р. ежегодных дивидендов со среднегодовым темпом роста 12 %. Компания ищет пути создания стоимости для акционеров с помощью как коммерческой, так и финансовой стратегии.

Следуя сложившейся практике, компания «Мобильная связь» продолжит выплачивать дивиденды на полугодовой основе. При определении объема выплат совет директоров принимает во внимание ряд факторов. Решения о размере дивидендов предлагаются советом директоров, и затем по ним проходит голосование на ежегодных или внеочередных собраниях акционеров.

В течение 2022–2023 гг. компания ставит своей целью обеспечить дивидендную доходность на уровне 25,0–26,0 р. в расчете на одну акцию, при этом обязуется выплачивать в качестве дивидендов не менее 20,0 р. на одну акцию посредством двух полугодовых платежей. В дополнение руководство компании определяет пути создания дополнительной доходности, учитывая рыночную ситуацию, выделяя ресурсы в объеме до 30 млрд р. в течение 3 лет на выкуп акций на открытом рынке с целью их последующего погашения.

1. Проанализируйте дивидендную политику компании. Каковы цели и задачи проводимой дивидендной политики?

2. Какие факторы, по вашему мнению, будет принимать во внимание совет директоров компании «Мобильная связь» при определении размера дивидендных выплат?

3. Почему, на ваш взгляд, компания «Мобильная связь» выбрала полугодовую основу выплаты дивидендов в отличие от некоторых других отраслевых компаний, производящих выплату дивидендов на годовой основе?

Кейс 4

Компания А занимается производством разных видов продовольственных товаров. Она стабильна по объемам продаж, прибыль компании постепенно растет. Прогноз чистой прибыли компании на ближайшие шесть лет представлен в таблице.

Год	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Чистая прибыль, млн р.	378	456	440	369	496	520

Корпорация планирует осуществлять капиталовложения в следующих объемах[1].

Год	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Капиталовложения, млн р.	225	230	220	190	200	250

На рынке обращается 30 млн обыкновенных акций компании. Рыночная цена — 25 р. за одну акцию.

1. Каковы основные направления распределения чистой прибыли корпорации?

2. Каковы цели и задачи дивидендной политики корпорации?

3. Назовите основные формы выплаты дивидендов?

4. Каким органом принимаются решения относительно формирования дивидендной политики?

5. Рассчитайте дивидендные выплаты на акцию, которые получат акционеры в период 2022–2027 гг., если корпорация:

– вариант А — выплатит в качестве дивидендов 27 % своей чистой прибыли;

– вариант Б — установит размер дивидендов 35 % от чистой прибыли, а в 2026 г. планирует осуществить дробление акций в пропорции 2:1 (при этом стоимость компании не изменится);

– вариант В — в 2022 г. решила выплачивать в качестве дивидендов стабильную сумму в размере 5 р. на акцию, а если прибыль превысит 450 млн р., то сумма превышения будет выплачена в качестве экстрадивидендов.

Кейс 5

В приведенной ниже таблице представлена динамика выплат дивидендов по обыкновенным акциям несколькими компаниями, относящимися к разным отраслям производства.

Компания	Утвержденный минимальный процент выплат в дивидендной политике	Начисленный процент от чистой прибыли		Дивиденд на 1 обыкновенную акцию, р.		Оценка
		2021	2022	2021	2022	
Компания *A*	10	33,1	28,2	7,53000	8,05000	
Компания *B*	10	24,0	16,0	8,97000	5,99000	
Компания *C*	15	19,1	22,9	75,00000	90,00000	

[1] В данном случае предполагается, что компания А выплачивает дивиденды по остаточному принципу. Вся чистая прибыль, не направленная на капиталовложения, будет использована в качестве дивидендов по обыкновенным акциям.

Компания	Утвержденный минимальный процент выплат в дивидендной политике	Начисленный процент от чистой прибыли		Дивиденд на 1 обыкновенную акцию, р.		Оценка
		2021	2022	2021	2022	
Компания *D*	20	45,0	25,0	4,69000	2,44000	
Компания *E*	10	19,2	26,0	1,80000	1,16000	
Компания *F*	–	0,0	0,0	0,00000	0,00000	
Компания *N*	25	5,6	0,0	2,30200	0,00000	
Компания *X*	до 20	15,3	16,9	2,00000	2,57000	
Компания *Y*	10	37,7	82,6	0,00088	0,00143	

1. Объясните роль и место дивидендной политики в деятельности корпорации?

2. Какие факторы могут влиять на принятие решения о размере дивидендных выплат, их доле в чистой прибыли корпорации?

3. Если бы вы принимали участие в стратегическом выборе между реализацией инвестиционных программ (развитием) и выплатой дивидендов, что бы вы выбрали? Почему?

4. Проанализируйте данные таблицы. Заполните последний столбец, проставив оценки каждой компании в соответствии со следующими критериями:

– «положительная» — за анализируемый период наблюдается возрастание размера дивидендов на одну обыкновенную акцию;

– «нейтральная» — размер дивидендов на одну акцию снизился значительно или незначительно, однако дивидендные выплаты все же производились;

– «отрицательная» — компания совсем отказалась от выплаты дивидендов.

5. Как вы считаете, каким образом отказ от выплаты дивидендов влияет на деятельность корпорации?

Кейс 6

В 2016 г. металлургическая компания «Альфа» заработала 1 млн долл. чистой прибыли и выплатила дивиденды на 500 000 обыкновенных акций, находящихся в обращении, из расчета 1 долл. на акцию. Известны прогнозные данные относительно величины чистой прибыли и капиталовложений на следующие 5 лет.

Год	Чистая прибыль, долл.	Капиталовложения, долл.
1	1 000 000	500 000
2	800 000	600 000

Год	Чистая прибыль, долл.	Капиталовложения, долл.
3	1 200 000	1 000 000
4	1 300 000	400 000
5	500 000	0

1. Определите какие дивиденды на акцию будут выплачены за анализируемые периоды, если совет директоров намеревается использовать остаточную политику дивидендных выплат?

2. Что представляет собой остаточная политика дивидендных выплат?

3. Каким образом размер капиталовложений влияет на дивидендные выплаты?

4. Как вы считаете, предпочтительно ли акционерам получать большие размеры дивидендов при уменьшении объема реинвестируемой прибыли? Почему?

5. Назовите основные цели и задачи проводимой дивидендной политики.

Глава 14

Тест 1

В тесте может быть только один правильный ответ.

1. В рамках теории корпоративных финансов и финансового менеджмента толкование экономической категории «капитал» основывается на:

а) экономическом подходе;
б) бухгалтерском подходе;
в) учетно-аналитическом подходе;
г) финансовом подходе.

2. По объекту инвестирования капитал корпорации подразделяется на:

а) собственный и заемный;
б) основной и оборотный;
в) национальный и иностранный;
г) потребляемый и реинвестируемый.

3. В собственный капитал корпорации *не включается*:

а) уставный капитал;
б) добавочный капитал;

в) резервный капитал;
г) оборотный капитал.

4. В состав заемного капитала корпорации *не включается*:
а) облигационный заем;
б) государственное целевое финансирование;
в) кредиторская задолженность;
г) кредит.

5. К функциям собственного капитала *не относится*:
а) накопительная;
б) оперативная;
в) защитная;
г) распределительная.

6. Что из перечисленного *не является* источником формирования добавочного капитала корпорации:
а) прирост стоимости внеоборотных активов, выявленный по результатам их переоценки;
б) эмиссионный доход;
в) нераспределенная прибыль корпорации;
г) стоимость имущества, полученного корпорацией безвозмездно.

7. Если соотношение собственного и заемного капиталов корпорации составляет 1:3, то какая часть стоимости активов финансируется из собственных средств:
а) 1/3;
б) 1/4;
в) 2/3;
г) 1/2.

8. Что из перечисленного *не относится* к долгосрочному заемному капиталу корпорации:
а) долгосрочные кредиты;
б) финансовый лизинг;
в) кредиторская задолженность;
г) долгосрочные займы.

9. К внешним факторам рыночного окружения, влияющим на структуру капитала корпорации, *не относятся*:
а) правовые факторы;
б) контактные аудитории;
в) поставщики и подрядчики;
г) покупатели.

10. Средневзвешенную стоимость капитала компании характеризует величина:

а) *NPV*;
б) *FCFF*;
в) *WACC*;
г) *APV*.

11. Укажите целевой характер изменения показателя средневзвешенной стоимости капитала компании:

а) динамика повышения;
б) динамика снижения;
в) статичный характер;
г) динамика повышения или снижения, в зависимости от рыночной конъюнктуры.

12. Какова зависимость между средневзвешенной стоимостью капитала компании и ее рыночной стоимостью?

а) прямая;
б) обратная;
в) зависимости нет;
г) прямая или обратная, в зависимости от рыночной конъюнктуры.

13. Какая из перечисленных моделей *не применяется* для определения стоимости источника финансирования «обыкновенные акции»?

а) модель Гордона;
б) модель CAPM;
в) модель Миллера — Орра;
г) кумулятивная модель.

14. Модель CAPM разработана:

а) Дж. Кейнсом;
б) А. Маршаллом;
в) Б. Грэмом;
г) У. Шарпом.

15. Определение стоимости источника финансирования «обыкновенные акции» для непубличных корпораций основывается на применении:

а) кумулятивной модели;
б) агрегированной модели;

в) модели CAPM;
г) модели Баумоля.

16. Стоимость источника финансирования «нераспределенная прибыль» соответствует:
а) стоимости источника финансирования «добавочный капитал»;
б) стоимости источника финансирования «обыкновенные акции»;
в) стоимости источника финансирования «привилегированные акции»;
г) дисконтированным объемам нераспределенной прибыли.

17. К статическим теориям структуры капитала *не относится*:
а) традиционная теория;
б) модифицированная теория Модильяни — Миллера;
в) сигнальная теория;
г) компромиссная теория.

18. Какой теории соответствует утверждение о том, что увеличение доли заемных средств в структуре капитала не приводит к снижению величины *WACC*?
а) базовой теории Модильяни — Миллера;
б) модифицированной теории Модильяни — Миллера;
в) традиционной теории;
г) компромиссной теории.

19. К динамическим теориям структуры капитала *не относится*:
а) теория агентских издержек;
б) компромиссная теория;
в) сигнальная теория;
г) теория иерархии источников финансирования.

20. К поведенческим теориям структуры капитала *не относится*:
а) теория информационных каскадов;
б) теория отслеживания рынка;
в) теория влияния личных качеств топ-менеджмента на структуру капитала компании;
г) теория мониторинговых затрат.

Задача 1

За отчетный период чистая прибыль корпорации, приходящаяся на одну акцию, составила 10 р. Текущая курсовая стоимость акций корпорации составляет 50 р. Выплаченный за отчетный период дивиденд составляет 5 р. на акцию. Ожидается прирост дивидендов в размере 7 % в год. Величина коэффициента систематического риска актива по данной корпорации равна 1,5. Текущая доходность государственных облигаций — 11 % годовых. Среднерыночная доходность по аналогичным корпоративным акциям — 18 % годовых.

Рассчитайте стоимость собственного капитала корпорации с использованием моделей: Гордона; CAPM; финансовых коэффициентов.

Задача 2

Источники финансирования корпорации составляют: привилегированные акции — 7 000 тыс. р.; обыкновенные акции — 40 000 тыс. р.; нераспределенная прибыль — 6 000 тыс. р.; долгосрочные обязательства — 12 000 тыс. р. Дивиденды по обыкновенным акциям составили 220 р., по привилегированным — 160 р. Рыночная цена обыкновенной акции — 1 000 р., привилегированной — 800 р. Долгосрочные обязательства были привлечены под 18 % годовых. Ставка налога на прибыль — 20 %.

Определите средневзвешенную стоимость капитала корпорации.

Задача 3

Уставный капитал корпорации в размере 2 000 тыс. р. состоит из 20 000 обыкновенных акций. Текущая курсовая стоимость акций составляет 120 % от их номинальной стоимости. Выплаченный по итогам отчетного периода дивиденд составил 20 р. на акцию. Корпорацией выпущены облигации на сумму 800 тыс. р., доходность которых составляет 10 % годовых. У корпорации имеется непогашенный кредит на сумму 500 тыс. р., привлеченный по ставке 16 % годовых. Ставка налога на прибыль 20 %.

Определите средневзвешенную стоимость капитала корпорации.

Задача 4

Номинальная стоимость обыкновенной акции корпорации составляет 1 000 р. Текущая рыночная стоимость обыкновенной акции — 1 600 р.

За отчетный период выплаченный дивиденд составил 180 р. на акцию. По завершении следующего периода планируется выплата дивидендов в размере 190 р. на акцию (при этом ежегодно планируется постоянный темп прироста дивидендов). Величина коэффициента систематического риска актива по данной корпорации равна 1,6. Среднерыночная доходность 15 % годовых, доходность по государственным облигациям — 10 % годовых.

Рассчитайте средневзвешенную стоимость собственного капитала корпорации, используя различные модели.

Задача 5

Капитал корпорации составляет 1 000 тыс. р. Ставка налога на прибыль 20 %. Процентная ставка по кредиту 16 %. Капитал возможно сформировать в двух вариантах:

1) только за счет собственных средств;

2) 50 % за счет собственных средств и 50 % за счет заемных средств (банковский кредит).

Сравните варианты с позиции собственников корпорации, определив, как изменится рентабельность собственных средств корпорации. Результаты расчетов сведите в таблицу и сделайте выводы о том, какой вариант структуры капитала корпорации является более предпочтительным.

Показатель	Варианты	
	1	2
Прибыль до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль, тыс. р.	200	200
Собственный капитал, тыс. р.	1000	500
Заемный капитал, тыс. р.	–	500
Финансовые издержки по заемным средствам, тыс. р.	?	?
Прибыль, подлежащая налогообложению, тыс. р.	?	?
Налог на прибыль (20 %), тыс. р.	?	?
Чистая прибыль, тыс. р.	?	?
Чистая рентабельность собственного капитала, %	?	?

Кейс

АО «Дельта-Групп» планирует открытие нового производства, для которого потребуется капитал в сумме 500 млн р. Компания располагает нераспределенной прибылью, заработанной за прошлый год, в сумме 120 млн р. Политикой компании установлено, что доля собственного

капитала не должна быть ниже 40 % пассива баланса. Оставшуюся сумму компания планирует привлечь за счет получения банковского кредита под 14 % годовых и выпуска обыкновенных акций, доходность по которым должна быть не ниже 25 %.

1. Определите, при каком объеме капитала компания начнет выпускать обыкновенные акции.

2. Определите средневзвешенную стоимость капитала компании до и после выпуска обыкновенных акций, если доходность использования нераспределенной прибыли должна составить 20 %.

Глава 15

Тест 1

В тесте может быть только один правильный ответ.

1. К подходам к оптимизации структуры капитала корпорации *не относится*:

а) оптимизация по критерию минимизации средневзвешенной стоимости ее капитала (WACC);

б) оптимизация по критерию максимизации прибыли собственников;

в) оптимизация по критерию максимизации ее рыночной стоимости (модель скорректированной приведенной стоимости APV);

г) оптимизация по критерию минимизации уровня риска (модель волатильности EBIT).

2. Модель скорректированной приведенной стоимости (APV) разработана:

а) У. Шарпом;

б) Дж. Кейнсом;

в) А. Маршаллом;

г) С. Майерсом.

3. На какой теории структуры капитала основывается модель скорректированной приведенной стоимости (APV)?

а) теория агентских издержек;

б) компромиссная теория;

в) сигнальная теория;

г) теория иерархии источников финансирования.

4. Если каждое новое заимствование приводит к росту эффекта финансового рычага, то это свидетельствует о:

а) выгодности привлечения данного заимствования;
б) убыточности привлеченного займа;
в) повышении уровня собственных средств;
г) снижении обязательств перед кредиторами.

5. Коэффициент финансового левериджа — это:

а) отношение заемного капитала к собственным средствам;
б) отношение собственного капитала к заемным средствам;
в) отношение собственного капитала к рентабельности;
г) отношение рентабельности к ставке ссудного процента.

6. Показатель, характеризующий использование корпорацией заемных средств в целях увеличения рентабельности собственного капитала, — это:

а) производственный леверидж;
б) эффект финансового левериджа;
в) запас финансовой прочности;
г) точка безубыточности.

7. При увеличении размера собственных средств и неизменных других параметрах эффект финансового рычага:

а) увеличится;
б) уменьшится;
в) не изменится;
г) станет равным нулю.

8. Эффект финансового рычага способствует росту рентабельности собственного капитала, если:

а) цена заемных средств выше рентабельности активов;
б) цена заемных средств ниже рентабельности активов;
в) цена заемных средств равна рентабельности активов;
г) цена заемных средств не зависит от рентабельности активов.

9. Эффект финансового рычага определяет:

а) рациональность привлечения заемного капитала;
б) отношение оборотных активов к краткосрочным пассивам;
в) структуру финансового результата;
г) структуру себестоимости продукции.

10. Дифференциал финансового левериджа характеризует:

а) сумму заемных средств, используемых предприятием, в расчете на единицу собственных средств;

б) разницу между коэффициентом валовой рентабельности активов и средним размером процента за кредит;

в) разницу между суммой собственных и заемных средств предприятия;

г) запас финансовой прочности предприятия.

11. Для того чтобы чистая рентабельность собственного капитала корпорации прирастала за счет использования заемного капитала, дифференциал эффекта финансового левериджа должен быть:

а) больше нуля;

б) больше единицы;

в) не влияет на величину рентабельности;

г) меньше нуля.

12. К методикам формирования оптимальной структуры капитала корпорации относится:

а) модель скорректированной приведенной стоимости;

б) метод Баумоля;

в) модель Миллера — Орра;

г) модель Уилсона.

13. Каково плечо финансового рычага, если по данным годовой финансовой отчетности компании заемный капитал составляет 2 300 тыс. р.; собственный капитал 3 000 тыс. р.; оборотный капитал 2 500 тыс. р.?

а) 0,92;

б) 2,39;

в) 0,77;

г) 2,19.

14. Каково плечо финансового рычага, если по данным годовой финансовой отчетности компании валюта баланса составляет 6 600 тыс. р.; собственный оборотный капитал 1 200 тыс. р.; оборотный капитал 3 500 тыс. р.?

а) 1,17;

б) 1,87;

в) 0,53;

г) 1,89.

15. В структуру механизма управления собственным капиталом корпорации *не входят*:

а) финансовые методы;
б) финансовые инструменты;
в) финансовые процедуры;
г) информационное обеспечение;

16. К финансовым инструментам управления собственным капиталом корпорации *не относится*:

а) информация;
б) чистая прибыль;
в) уставный капитал;
г) ставка дивидендов.

17. К функциям управления собственным и заемным капиталом корпорации *не относится*:

а) планирование;
б) организация;
в) контроль;
г) антикризисный анализ.

18. К финансовым методам управления заемным капиталом корпорации *не относится*:

а) кредитование;
б) лизинг;
в) форфейтинг;
г) облигационный заем.

19. В формуле расчета рентабельности заемного капитала в числителе указывается:

а) выручка корпорации;
б) чистая прибыль корпорации;
в) активы корпорации;
г) затраты корпорации;

20. В формуле расчета коэффициента оборачиваемости собственного капитала в числителе указывается:

а) выручка корпорации;
б) чистая прибыль корпорации;
в) активы корпорации;
г) затраты корпорации.

Задача 1

Сравните варианты финансирования корпорации, выяснив, как изменится значение рентабельности собственного капитала. Результаты расчетов сведите в таблицу.

Показатель	Вариант 1	Вариант 2	Вариант 3
Средняя сумма всего используемого капитала (активов) в рассматриваемом периоде, ден. ед.	1000	1000	1000
Средняя сумма собственного капитала, ден. ед.	1000	800	500
Средняя сумма заемного капитала, ден. ед.	–	200	500
Прибыль отчетного периода (до уплаты процентов и налогов), ден. ед.	200	200	200
Рентабельность активов, %	20	20	20
Средний уровень процентов за кредит, %	10	10	10
Сумма процентов за кредит, уплаченная за использование заемного капитала, ден. ед.	?	?	?
Прибыль отчетного периода с учетом расходов по уплате процентов за кредит, ден. ед.	?	?	?
Ставка налога на прибыль, %	20	20	20
Сумма налога на прибыль, ден. ед.	?	?	?
Чистая прибыль, ден. ед.	?	?	?
Рентабельность собственного капитала, %	?	?	?
Прирост рентабельности собственного капитала в результате использования заемного капитала, % (по отношению к варианту 1)	–	?	?

Задача 2

Эффект финансового рычага корпорации в анализируемом периоде составил 10 %. Прибыль подлежит налогообложению по ставке 20 %. Компания заработала 300 000 ден. ед. операционной прибыли. Заемный капитал составляет 40 % от собственного капитала, равного 500 000 ден. ед.

Определите, какую сумму компания потратила на выплату процентов по заемному капиталу.

Задача 3

Определите величину эффекта финансового рычага, возникающего от привлечения заемного капитала в объеме 7 000 000 ден. ед. под 11 % годовых, если сумма собственного капитала составляет 10 000 000 ден. ед., валовая рентабельность активов 14 %, ставка налога на прибыль 20 %.

Задача 4

Рассчитайте эффект финансового рычага по следующим данным: валовая рентабельность активов — 28 %; средняя расчетная ставка процентов по кредиту — 22,5 %; собственный капитал — 500 млн ден. ед.; заемный капитал — 650 млн ден. ед., ставка налога на прибыль — 20 %.

Задача 5

Оцените и сравните уровень эффективности финансовой политики АО «XXX» по критерию использования эффекта финансового рычага, если известно, что ставка налога на прибыль в течение анализируемого периода составляла 20 %, процент за привлечение заемных средств — 18 % годовых, а чистая прибыль составила, млн ден. ед.: в 2019 г. — 140; в 2020 г. — 170; в 2021 г. — 120.

Показатель	Значение, ден. ед.		
	2019	2020	2021
Внеоборотные активы	948 463	689 029	1 090 726
Оборотные активы	635 594	703 309	478 507
Капитал и резервы	912 565	754 719	575 662
Долгосрочные обязательства	24 265	22 729	23 722
Краткосрочные обязательства	647 227	614 890	969 849
Валюта баланса	1 584 057	1 392 338	1 569 233

Кейс 1

Компания «Альфа» пользовалась годовым кредитом в объеме 1,5 млн долл., взятым под 7 % годовых. Рентабельность активов компании составляла 18,25 % в год. Ставка налога на прибыль 20 %. Чистая прибыль компании в отчетном году составила 0,5 млн долл. Финансовый менеджер предлагает совету директоров компании в следующем году взять снова кредит, но уже в размере 2,5 млн долл., предлагаемый банком под 8 % годовых, сохранив при этом активы в прежнем объеме и не изменяя эффективность их использования.

1. Рассчитайте, какую доходность получали собственники компании в прошлом году и какую доходность они должны ожидать в будущем.

2. Оцените предложение финансового менеджера на основе критерия эффективности и безопасности займов.

Кейс 2

В отчетном году компания «ВГП-Инжиниринг» пользовалась долгосрочным кредитом в объеме 5 млн р. под 14 % годовых. Объем собственного капитала составлял 8 млн р. Ставка налога на прибыль 20 %. Выручка от продаж была получена в сумме 23 млн р., операционные затраты (заработная плата, материалы и амортизация) составили 20 млн р.

В следующем году дополнительно к имеющемуся кредиту финансовый менеджер решает привлечь кредит в размере 5 млн р. под 17 % годовых, сохранив при этом активы в прежнем объеме и не изменяя эффективность их использования.

1. Рассчитайте, какую доходность получали собственники компании в отчетном году и какую доходность они могут ожидать в будущем.

2. Оцените предложение финансового менеджера на основе критерия эффективности и безопасности займов.

Глава 16

Задача 1

Предлагается следующий перечень рисков:

– авария грузового судна во время перевозки груза, ожидаемого компанией;

– слишком резкое снижение курса иностранной валюты для компании, осуществляющей экспортные операции;

– возникновение сбоев в поставках сырья;

– снижение спроса на производимую продукцию;

– непринятие рынком нового товара;

– потеря прибыли в результате снижения рыночных цен на производимую продукцию;

– просрочка выплаты долга дебитором;

– разрушение складского помещения в результате стихийного бедствия;

– поражение вирусом компьютерных сетей компании;

– утечка информации, представляющей коммерческую тайну;

– появление на рынке нового сильного конкурента;

– потеря платежеспособности;

– превышение спросом производственных мощностей компании;

– поставка низкокачественных материалов поставщиком (с большой долей брака);

– резкий скачок текучести кадров;

– остановка производства в результате выхода из строя 10 % оборудования;

– уход с рынка основного промышленного потребителя продукции компании;

– банкротство банка, обслуживающего компанию;

– отказ инвестора от дальнейшего финансирования проекта в процессе его реализации;

– уход ведущих специалистов компании.

Определите, к какой классификационной группе относится каждый из перечисленных рисков.

Задача 2

Предприниматель стоит перед выбором, сколько ему закупить товара: 100 или 200 ед. При закупке 100 ед. товара затраты составят 120 тыс. р. за единицу, а при закупке 200 ед. — 100 тыс. р. за единицу. Предприниматель данный товар будет продавать по 180 тыс. р. за единицу. Однако он не знает, будет ли спрос на него. Весь не проданный в срок товар может быть реализован только по цене 90 тыс. р. и менее. При продаже товара вероятность составляет «50 на 50» для обоих вариантов.

Определите среднюю ожидаемую прибыль, ожидаемую стоимость информации при условиях определенности и неопределенности, а также стоимость полной информации.

Задача 3

Предпринимателю необходимо осуществить выбор между двумя решениями, в результате которых предполагается следующее вероятностное распределение значений прибыли. При принятии решения учитывается ожидаемое значение прибыли и коэффициент вариации.

Охарактеризуйте степень риска по каждому из решений.

Показатель	Решение 1				Решение 2			
Прибыль, тыс. р.	100	200	250	400	180	210	240	250
Вероятность	0,2	0,3	0,4	0,1	0,2	0,3	0,4	0,1

Задача 4

При вложении капитала в мероприятие А из 200 случаев прибыль 25 тыс. р. была получена в 20 случаях, 30 тыс. р. — в 80 случаях, 40 тыс. р. — в 100 случаях.

При вложении капитала в мероприятие Б из 240 случаев прибыль 30 тыс. р. была получена в 144 случаях, 35 тыс. р. — в 72 случаях, 45 тыс. р. — в 24 случаях.

Рассчитайте среднее ожидаемое значение прибыли.

Задача 5

Предприниматель занят изданием глянцевых журналов. Он решает вопрос об увеличении тиража конкретного журнала. Суммарные затраты, связанные с выпуском 1 журнала, составляют 2,3 долл. Предполагаемая новая (сниженная) цена журнала составит 4 долл. Число клиентов, которым направляется предложение о подписке по сниженной цене, равно 100 000 чел. Затраты на рассылку предложения — 0,1 долл. на одного человека. Предприниматель на основе личного опыта может предположить, что доля положительных ответов будет около 10 %. Будут ли оправданы дополнительные расходы на увеличение тиража? Стоит ли рисковать?

Глава 17

Задание 1

Постройте схему горизонтального слияния. Приведите примеры конкретных компаний, которые реализовали следующий подкласс: сделка горизонтального слияния по расширению географии рынка сбыта выпускаемой продукции.

Задание 2

Постройте схему горизонтального слияния. Приведите примеры конкретных компаний, которые реализовали следующий подкласс: сделка горизонтального слияния по расширению производственного ассортимента выпускаемой продукции.

Задание 3

Постройте схему вертикального слияния. Приведите примеры конкретных компаний, которые реализовали следующий подкласс: сделка вертикального слияния «на стадию вперед».

Задание 4

Постройте схему вертикального слияния. Приведите примеры конкретных компаний, которые реализовали следующий подкласс: сделка вертикального слияния «на стадию назад».

Задание 5

Постройте схему родственного слияния. Приведите примеры конкретных компаний, которые реализовали следующий подкласс: сделка родственного слияния по признаку базовой технологии.

Задание 6

Постройте схему родственного слияния. Приведите примеры конкретных компаний, которые реализовали следующий подкласс: сделка родственного слияния по признаку производственного процесса.

Задание 7

Постройте схему родственного слияния. Приведите примеры конкретных компаний, которые реализовали следующий подкласс: сделка родственного слияния по признаку рыночной ниши.

Глава 18

Тест 1

1. Международные расчеты связаны с регулированием:

а) уровня цен на ценные бумаги, выраженные в иностранной валюте и обращающиеся на крупнейших фондовых биржах мира;

б) процентных ставок, устанавливаемых центральными эмиссионными банками стран-членов МВФ;

в) платежей по денежным требованиям и обязательствам, возникающим между юридическими лицами и гражданами разных стран;

г) деятельности международных клиринговых организаций.

2. Банковская операция, посредством которой банк по поручению клиента получает платеж от импортера за отгруженные в его адрес товары и оказанные услуги, зачисляя эти средства на счет экспортера в банке, именуется:

а) инкассо;

б) аккредитивом;

в) банковским переводом;
г) открытым счетом.

3. Договорные условия, включаемые во внешнеэкономические контракты и предусматривающие возможность их пересмотра в процессе исполнения с целью страхования рисков субъектов международных экономических отношений, именуются:

а) консенсусом;
б) фиксингом;
в) деривативами;
г) защитными оговорками.

4. Соглашение, по которому банк обязуется по просьбе клиента произвести оплату документов третьему лицу или произвести оплату, акцепт тратты, выставленной бенефициаром, либо совершить покупку документов, — это:

а) демпинг;
б) клиринг;
в) аккредитив;
г) инкассо.

5. SWIFT — это:

а) международная счетная денежная единица;
б) всемирная межбанковская финансовая телекоммуникационная сеть;
в) европейская ставка межбанковских кредитов;
г) ставка рефинансирования Европейского центрального банка.

6. Ведущую роль в международных расчетах играют:

а) клиринговые компании;
б) валютные биржи;
в) коммерческие банки;
г) инвестиционные компании.

7. Валюта, в которой должно быть погашено обязательство импортера, называется:

а) валютой платежа;
б) резервной валютой;
в) скользящей валютой;
г) валютой цены.

8. Недостатком аккредитивной формы расчетов является:

а) быстрота и простота ведения расчетной операции;
б) замедление оборота торговли, отвлечение средств покупателя из хозяйственного оборота на срок действия аккредитива;
в) отсутствие для поставщика гарантии оплаты покупателем поставленной ему продукции;
г) необходимость получения специального разрешения регулятора на право проведения расчетов аккредитивом.

9. Законодательная регламентация расчетов представлена в:

а) национальном законодательстве;
б) унифицированных правилах осуществления основных форм расчетов;
в) разовых договоренностях между участниками экспортно-импортных сделок;
г) отсутствует, если страны участников сделки являются членами Всемирной торговой организации.

10. Риск невозможности перевода средств в страну кредитора (экспортера) в связи с валютными ограничениями в стране заемщика или его неплатежеспособностью — это:

а) балансовый риск;
б) трансляционный риск;
в) трансфертный риск;
г) операционный риск.

Задание 1

Переводящий банк считает, что документы, полученные от второго бенефициара, полностью соответствуют условиям аккредитива. Он обещает оплатить его в сроки платежа, но банк-эмитент находит, что документы содержат расхождения. Каков правильный способ действия для переводящего банка в этой ситуации? Что могло бы являться реальным способом ухода от этих рисков?

Задание 2

Документарный аккредитив был переведен второму бенефициару, который представил документы в исполняющий банк. Документы полностью соответствовали условиям аккредитива, но банк-эмитент не выполняет обязательств по оплате из-за внутрибанковских проблем

(несостоятельности, банкротства, наличия экономических или политических трудностей и т. д.). Каковы обязательства исполняющего банка? Обязан ли он осуществить выплату второму бенефициару, если он не получил средств от банка-эмитента?

Задание 3

Исполняющий банк считает, что документы, полученные от второго бенефициара, полностью соответствуют условиям аккредитива. Он обещает оплатить его в сроки платежа, но банк-эмитент находит, что документы содержат расхождения. Как должен действовать исполняющий банка в подобном случае? Какие варианты избежать такой риск существуют?

Задание 4

Определите современную стоимость контракта (ставка дисконтирования — 10 %). Предмет контракта оценивается в 40 млн р., договором определено три авансовых платежа по 6 млн р.: один в момент заключения контракта, второй и третий через год каждый. По условиям договора поставка будет осуществляться сразу после совершения авансовых платежей. Кредит в сумме 6 млн р. под 15 % (годовых) выдается на пять лет считая с даты поставки, а погашается в конце срока единовременным платежом.

Задание 5

Определите и запишите в нижеприведенную таблицу преимущества и недостатки основных форм международных расчетов с точки зрения экспортера и импортера.

Форма международных расчетов	Экспортер		Импортер	
	Преимущества	Недостатки	Преимущества	Недостатки

Задание 6

Российский хозяйствующий субъект и немецкая фирма заключили внешнеторговый контракт на поставку в Россию холодильного оборудования. Представьте схему документооборота, описывающую расчеты по указанной сделке, применив три формы международных расчетов.

Задание 7

Венгерская фирма заключает с российской корпорацией контракт на поставку 1 000 измерительных приборов. Сумма контракта составляет 3 000 тыс. долл. США. Приборы будут поставляться в Калининград. Какая, по вашему мнению, форма расчетов будет оптимальной для российской корпорации? Почему? Подтвердите ваш ответ схемой документооборота по сделке.

Задание 8

Контрактом на поставку в Россию партии продуктов, подписанным между российским предприятием и итальянской компанией, предусмотрен авансовый платеж в размере 100 %. Как можно представить схему расчетов по данной сделке, если используется такая форма расчетов, как банковский перевод?

Задание 9

Испанские партнеры заключили контракт о поставке приборов медицинского назначения с российской компанией. Стороны условились об инкассовой форме расчетов. Составьте схему документооборота по указанной сделке, опишите ее.

Задание 10

Для терминов и понятий, представленных в первой колонке таблицы, подберите смысловой аналог / объяснение / определение (одно или несколько) из второй колонки.

Термин, понятие	Соответствие
1. Международные торговые расчеты	1. Долговое обязательство одного лица уплатить указанную сумму другому лицу
2. Банковский перевод	2. Именной денежный документ, выпускаемый банком или другим кредитным учреждением, торговой организацией, компанией, удостоверяющий наличие счета (возобновляемого кредита) у владельца кредитной карточки в данном учреждении и предназначенный для записи на счет владельца кредитной карточки тех покупок, которые должны быть оплачены позднее
3. Банк-корреспондент	3. Банк, выполняющий (на основе корреспондентского договора) поручения корреспондента по платежам и расчетам через специально открытые корреспондентские счета или через счета банков-корреспондентов в третьем банке

Термин, понятие	Соответствие
4. Специальный счет	4. Именной документ, который выдается банком (в подтверждение внесения в банк определенной суммы денежных средств) лицу, желающему получить эту сумму полностью или частями в другом городе либо в другой стране в течение определенного времени
5. Денежный аккредитив	5. Форма кредитования экспортеров импортерами при закупках ими дорогостоящего оборудования
6. Документарный (товарный) аккредитив	6. Один из видов услуг в области финансирования, включающий в себя взыскание дебиторской задолженности, предоставление краткосрочного кредита и гарантию от кредитных рисков по экспортным операциям
7. Документарное инкассо	7. Согласие на оплату векселя в указанный срок, выраженное плательщиком в письменной форме на лицевой стороне векселя
8. Аванс	8. Одна из форм расчетно-кредитных отношений между продавцами и покупателями, при которой продавец (экспортер) направляет в адрес покупателя (импортера) товар, товарораспорядительную документацию и открывает на его имя счет, относя сумму задолженности в дебет счета
9. Покупательский аванс	9. Поручение продавца своему банку получить от покупателя сумму платежа против передаваемых ему товарных документов и перечислить ее продавцу
10. Факторинг	10. Система организации и регулирования платежей по денежным требованиям и обязательствам в иностранной валюте, возникающим при осуществлении внешнеэкономической деятельности
11. Открытый счет (платеж на открытый счет)	11. Счет, предназначенный для обобщения информации о наличии и движении денежных средств в российской и иностранных валютах, находящихся на территории страны и за рубежом в аккредитивах, чековых книжках, иных платежных документах (кроме векселей), на текущих, особых и иных специальных счетах, а также о движении средств целевого финансирования (поступлений) в той их части, которая подлежит обособленному хранению
12. Безотзывной аккредитив	12. Безусловное предложение одного лица, адресованное другому лицу, уплатить в назначенный срок третьему лицу определенную сумму денежных средств
13. Чек	13. Общество международных межбанковских финансовых телекоммуникаций
14. Кредитная карточка	14. Система перевода денежных средств и ценных бумаг на крупные суммы
15. Вексель	15. Вид ценной бумаги, денежный документ установленной законом формы, содержащий письменное распоряжение владельца текущего, расчетного или другого счета кредитному учреждению, в котором находится счет, выплатить чекодержателю определенную денежную сумму, указанную в этом документе

Термин, понятие	Соответствие
16. Акцепт векселя	16. Основная форма международных расчетов в России
17. Банковский акцепт	17. Денежное обязательство, в качестве долга по которому могут выступать только национальные деньги или иностранная валюта
18. Соло-вексель (простой)	18. Регулирование платежей по денежным требованиям и обязательствам, возникающим в связи с экономическими, политическими и культурными отношениями между хозяйствующими субъектами и гражданами разных стран
19. Тратта (переводной вексель)	19. Согласие банка принять на себя обязательство оплаты платежных требований
20. SWIFT	20. Частная компьютеризированная сеть для долларовых трансфертов, действующих в режиме онлайн. Система принадлежит Нью-Йоркской ассоциации клиринговых палат и функционирует с 1971 г.
21. Fedwire	21. Расчеты юридических и физических лиц (соответственно резидентов и нерезидентов), находящихся на территории одной страны (в частности, России), с юридическими и физическими лицами, находящимися на территории других государств, за приобретенные (проданные) ими (им) товары и услуги
22. CHIPS	22. Взятое банком по поручению покупателя обязательство в течение определенного времени оплатить продавцу стоимость товаров при предъявлении последним заранее указанных документов (товароотгрузочных документов, страховых полисов и т. п.)
	23. Денежная сумма, которая уплачивается по договору одной из сторон другой стороне, в счет причитающихся (или будущих) платежей за товары и услуги

Кейс 1

Валютная структура переводов за оплату экспортируемых из России товаров и услуг представлена в таблице (% к итогу).

Показатель	2019	2020	2021
Поступления, всего	**100,0**	**100,0**	**100,0**
в российских рублях	15,0	14,7	14,3
в долларах США	62,0	55,7	54,5
в евро	20,6	27,5	29,7
в иных валютах	2,4	2,1	1,5
Страны дальнего зарубежья	**100,0**	**100,0**	**100,0**
в российских рублях	8,7	7,8	7,2
в долларах США	66,7	59,8	58,6
в евро	22,2	30,4	32,7
в иных валютах	2,4	2,0	1,5

Показатель	2019	2020	2021
Страны ЕС	**100,0**	**100,0**	**100,0**
в российских рублях	9,1	11,0	7,9
в долларах США	49,5	42,2	43,2
в евро	38,2	45,5	48,4
в иных валютах	3,2	1,3	0,5
Страны БРИКС	**100,0**	**100,0**	**100,**
в российских рублях	21,3	11,1	14,2
в долларах США	35,1	24,0	36,6
в евро	37,9	59,2	43,0
в иных валютах	5,7	5,7	6,2
Китай	**100,0**	**100,0**	**100,0**
в российских рублях	8,7	5,7	8,5
в долларах США	38,7	22,7	36,2
в евро	45,6	65,3	48,2
в иных валютах	7,0	6,3	7,1
Индия	**100,0**	**100,0**	**100,0**
в российских рублях	76,3	57,8	53,4
в долларах США	18,4	33,5	38,3
в евро	5,2	8,7	8,2
в иных валютах	0,1	0,0	0,1
Турция	**100,0**	**100,0**	**100,0**
в российских рублях	14,6	10,1	6,2
в долларах США	79,3	77,5	82,4
в евро	6,0	12,3	11,4
в иных валютах	0,1	0,1	0,0
Страны СНГ	**100,0**	**100,0**	**100,0**
в российских рублях	63,4	62,2	64,0
в долларах США	26,4	27,6	25,5
в евро	8,1	7,6	8,3
в иных валютах	2,1	2,6	2,2
Страны ЕАЭС	**100,0**	**100,0**	**100,0**
в российских рублях	69,8	69,0	70,4
в долларах США	20,1	20,6	18,8
в евро	7,8	7,4	8,3
в иных валютах	2,3	3,0	2,5
Беларусь	**100,0**	**100,0**	**100,0**
в российских рублях	81,1	78,4	79,8
в долларах США	7,9	11,2	7,8
в евро	10,6	10,0	12,1
в иных валютах	0,4	0,4	0,3
Казахстан	**100,0**	**100,0**	**100,0**
в российских рублях	61,2	62,7	64,3
в долларах США	29,1	26,1	26,1

Показатель	2019	2020	2021
в евро	4,9	4,9	4,2
в иных валютах	4,8	6,3	5,4
Армения	**100,0**	**100,0**	**100,0**
в российских рублях	44,6	51,0	43,9
в долларах США	47,8	41,6	46,8
в евро	5,2	6,6	7,8
в иных валютах	2,4	0,8	1,5
Киргизия	**100,0**	**100,0**	**100,0**
в российских рублях	44,7	49,3	48,1
в долларах США	50,7	45,9	48,1
в евро	3,8	4,3	2,9
в иных валютах	0,8	0,5	0,9

Примечание. Сост. по: *Статистика* внешнего сектора / Банк России. URL: http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/#highlight= %D0 %B2 %D0 %B0 %D0 %BB %D1 %8E %D1 %82 %D0 %BD %D0 %B0 %D1 %8F %7C %D1 %81 %D1 %82 %D1 %80 %D1 %83 %D0 %BA %D1 %82 %D1 %83 %D1 %80 %D0 %B0 %7C %D0 %BF %D0 %B5 %D1 %80 %D0 %B5 %D0 %B2 %D0 %BE %D0 %B4 %D0 %BE %D0 %B2.

1. Выделите группы стран, которые предпочли использовать в расчетах: а) доллар США; б) евро. Какова причина такого выбора?

2. Какие валюты в рассматриваемом периоде обладают наибольшим удельным весом в международном обороте? Почему?

3. Определите те государства, которые больше всего используют российский рубль во внешнеторговом обороте. По какой причине эти страны в качестве валюты платежа выбирают рубль? Какие рекомендации можно дать для более широкого использования национальной валюты нашей страны?

Оглавление

Введение **3**

Глава 1. Экономическое содержание корпоративных финансов **9**

1.1. Понятие и базовые теории корпоративных финансов 9

Вопросы для самопроверки *16*

1.2. Стейкхолдеры корпорации, их экономические интересы во взаимоотношениях с корпорацией 17

Вопросы для самопроверки *35*

1.3. Агентские издержки и конфликты в корпоративных финансах 35

Вопросы для самопроверки *41*

1.4. Экономическая природа корпорации, ее сущность, признаки, отличительные особенности 41

Вопросы для самопроверки *47*

Литература по теме *47*

Основные термины *48*

Глава 2. Финансовые ресурсы и денежные потоки корпорации **50**

2.1. Финансы корпорации, функции и принципы их организации 50

Вопросы для самопроверки *59*

2.2. Финансовые ресурсы корпорации и источники их формирования 59

Вопросы для самопроверки *69*

2.3. Экономическая природа и виды денежных потоков корпорации 69

Вопросы для самопроверки *76*

Литература по теме *76*

Основные термины *77*

Глава 3. Основной капитал корпорации: особенности формирования и управления **79**

3.1. Сущность и структура основного капитала корпорации 79

Вопросы для самопроверки *82*

3.2. Источники финансирования основного капитала корпорации 82
Вопросы для самопроверки *90*
3.3. Сущность инвестиций и оценка их эффективности 90
Вопросы для самопроверки *99*
Литература по теме *99*
Основные термины *99*

Глава 4. Оборотный капитал корпорации: особенности формирования и управления 101
4.1. Сущность и структура оборотного капитала корпорации 101
Вопросы для самопроверки *106*
4.2. Источники воспроизводства и показатели эффективности использования оборотного капитала корпорации 107
Вопросы для самопроверки *109*
4.3. Управление оборотным капиталом корпорации 110
Вопросы для самопроверки *119*
Литература по теме *119*
Основные термины *120*

Глава 5. Расходы (затраты) корпорации: структура и методы управления 121
5.1. Состав и структура расходов (затрат) корпорации 121
Вопросы для самопроверки *131*
5.2. Виды себестоимости и методы ее калькулирования и планирования 131
Вопросы для самопроверки *138*
5.3. Управление расходами (затратами) корпорации 139
Вопросы для самопроверки *144*
Литература по теме *145*
Основные термины *145*

Глава 6. Экономическая природа прибыли и рентабельности корпорации 146
6.1. Экономическая сущность прибыли и рентабельности корпорации 146
Вопросы для самопроверки *148*
6.2. Система формирования и направления использования прибыли корпорации 149
Вопросы для самопроверки *153*
6.3. Управление прибылью и рентабельностью корпорации 153
Вопросы для самопроверки *158*
Литература по теме *158*
Основные термины *159*

Глава 7. Трансфертное ценообразование в корпоративных структурах 160
7.1. Понятие и сущность трансфертного ценообразования, особенности его влияния на финансовый результат деятельности корпораций 160
Вопросы для самопроверки 167
7.2. Особенности выбора и применения методов трансфертного ценообразования.....167
Вопросы для самопроверки 175
7.3. Специфические риски трансфертного ценообразования корпораций и механизм их минимизации 175
Вопросы для самопроверки 183
Литература по теме.....183
Основные термины.....184

Глава 8. Система финансового планирования в корпорации..... 186
8.1. Роль финансовой политики в системе корпоративного финансового планирования.....186
Вопросы для самопроверки 201
8.2. Особенности стратегического финансового планирования в корпорации 202
Вопросы для самопроверки 207
8.3. Оперативное финансовое планирование деятельности корпорации 207
Вопросы для самопроверки 222
Литература по теме.....222
Основные термины.....223

Глава 9. Социально ориентированное финансирование как стратегический вектор корпоративной финансовой политики 224
9.1. Социально ориентированное финансирование: понятие, сущность, роль в корпоративной финансовой политике 224
Вопросы для самопроверки 229
9.2. Источники, методы и модели социально ориентированного финансирования 229
Вопросы для самопроверки 240
9.3. Приоритетные направления развития социально ориентированного финансирования 240
Вопросы для самопроверки 245
Литература по теме.....245
Основные термины.....246

Глава 10. Корпоративное управление и корпоративные финансы 247
10.1. Понятие, сущность и цели корпоративного управления 247
Вопросы для самопроверки 256
10.2. Принципы и механизмы корпоративного управления 256
Вопросы для самопроверки 265
10.3. Модели корпоративного управления, их характеристика....266
Вопросы для самопроверки 290
Литература по теме.....290
Основные термины.....291

Глава 11. Основные виды корпоративных структур, их характеристика 292
11.1. Классификация корпоративных структур 292
Вопросы для самопроверки 296
11.2. Виды интегрированных корпоративных структур, созданных на имущественной основе.....296
Вопросы для самопроверки 303
11.3. Виды интегрированных корпоративных структур, созданных на договорной основе.....303
Вопросы для самопроверки 309
Литература по теме.....309
Основные термины.....310

Глава 12. Корпорация как эмитент и инвестор на финансовом рынке 312
12.1. Эмиссионная деятельность корпорации на финансовом рынке 312
Вопросы для самопроверки 326
12.2. Корпорация на первичном и вторичном рынке ценных бумаг и ее взаимодействие с институтами финансовой индустрии.....327
Вопросы для самопроверки 345
12.3. Инвестиционная деятельность корпорации на финансовом рынке.....345
Вопросы для самопроверки 354
Литература по теме.....354
Основные термины.....355

Глава 13. Дивидендная политика корпорации 357
13.1. Дивидендная политика и тенденции во взаимоотношениях корпорации с собственниками 357
Вопросы для самопроверки 365
13.2. Основные теории дивидендной политики, их многообразие и значение 366
Вопросы для самопроверки 372

13.3. Этапы формирования и типы дивидендной политики 372
Вопросы для самопроверки *384*
13.4. Эффективность дивидендной политики корпорации и ее влияние на благосостояние акционеров 384
Вопросы для самопроверки *390*
Литература по теме *390*
Основные термины *391*

Глава 14. Классические и современные теории капитала корпорации 393
14.1. Экономическая сущность капитала и его классификация 393
Вопросы для самопроверки *399*
14.2. Структура капитала и факторы, ее определяющие 400
Вопросы для самопроверки *409*
14.3. Стоимость капитала, методы ее расчета 409
Вопросы для самопроверки *418*
14.4. Теории капитала, исследующие взаимосвязь его структуры и стоимости 419
Вопросы для самопроверки *426*
Литература по теме *426*
Основные термины *427*

Глава 15. Управление капиталом как детерминанта обеспечения финансовой устойчивости корпорации 428
15.1. Оптимизация структуры капитала корпорации 428
Вопросы для самопроверки *436*
15.2. Финансовый леверидж 436
Вопросы для самопроверки *440*
15.3. Управление собственным капиталом корпорации 440
Вопросы для самопроверки *448*
15.4. Управление заемным капиталом корпорации 448
Вопросы для самопроверки *454*
Литература по теме *454*
Основные термины *454*

Глава 16. Управление финансовыми рисками и механизм их минимизации в корпорациях 456
16.1. Классификация предпринимательских рисков в корпорациях и механизм управления ими 456
Вопросы для самопроверки *466*
16.2. Роль и значение финансового риска в общей системе предпринимательских рисков корпораций 466
Вопросы для самопроверки *471*

16.3. Совершенствование системы управления финансовыми рисками корпораций в условиях нестабильной финансовой среды 471
Вопросы для самопроверки *475*
16.4. Взаимосвязь финансовых рисков и финансового результата деятельности корпораций 475
Вопросы для самопроверки *482*
Литература по теме *483*
Основные термины *483*

Глава 17. Корпорация на рынке слияний и поглощений 486
17.1. Процессы рынка корпоративного контроля 486
Вопросы для самопроверки *493*
17.2. Мотивы и классификация слияний и поглощений 494
Вопросы для самопроверки *507*
17.3. Стратегии защиты компании от недружественного поглощения 508
Вопросы для самопроверки *524*
17.4. Финансовое обеспечение сделок слияний и поглощений 524
Вопросы для самопроверки *534*
Литература по теме *534*
Основные термины *534*

Глава 18. Формы и инструменты международных расчетов, применяемые в деятельности корпораций 536
18.1. Сущность и особенности международных расчетов 536
Вопросы для самопроверки *538*
18.2. Применение документарного аккредитива в международных расчетах 539
Вопросы для самопроверки *546*
18.3. Документарное инкассо: документооборот и условия исполнения 546
Вопросы для самопроверки *549*
18.4. Банковские переводы: особенности применения в международных расчетах 549
Вопросы для самопроверки *551*
18.5. Вексель и чек как инструменты проведения международных расчетов 551
Вопросы для самопроверки *560*
18.6. Международные системы, обеспечивающие проведение расчетов 560
Вопросы для самопроверки *580*
Литература по теме *580*
Основные термины *580*

Практические задания

Глава 1 583
Глава 2 594
Глава 3 600
Глава 4 604
Глава 5 607
Глава 6 611
Глава 7 614
Глава 8 617
Глава 9 623
Глава 10 627
Глава 11 632
Глава 12 635
Глава 13 639
Глава 14 646
Глава 15 652
Глава 16 658
Глава 17 660
Глава 18 661

Учебное издание

Решетникова Татьяна Владимировна,
Пионткевич Надежда Сергеевна,
Долгих Юлия Александровна
и др.

Корпоративные финансы

Учебник

Редактор и корректор *Л. В. Матвеева*
Компьютерная верстка *И. В. Засухиной*

Поз. 75. Подписано в печать 15.12.2022.
Формат 70 × 100/16. Бумага офсетная. Печать плоская.
Уч.-изд. л. 35,0. Усл. печ. л. 55,3. Печ. л. 42,5. Заказ 60. Тираж 100 экз.
Издательство Уральского государственного экономического университета
620144, г. Екатеринбург, ул. 8 Марта / Народной Воли, 62/45

Отпечатано с готового оригинал-макета в подразделении оперативной полиграфии
Уральского государственного экономического университета

ISBN 978-5-9656-0331-2