

# Корпоративные финансы

СКИФ



Кафедра «Экономика и менеджмент»

Лекционный курс

Автор

Иванова Е.А.

## Аннотация

Лекционный курс предназначен для обучающихся по направлению магистерской подготовки 38.04.02 «Менеджмент организации»

Курс «Корпоративные финансы» призван сформировать у магистрантов знания и навыки научного подхода к управлению финансами корпораций, разработки экономически эффективных финансовых и инвестиционных решений, усвоению понятий, процессов взаимодействия функционирования хозяйствующих субъектов, а также принципов организации и управления финансовой деятельностью корпорации, формирования, распределения и использования финансовых ресурсов корпораций в рыночной

## Автор

**Иванова Елена Анатольевна – доцент, к.э.н.**

## ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>ОГЛАВЛЕНИЕ</b> .....	<b>2</b>
ЛЕКЦИЯ №1 .....	4
ЛЕКЦИЯ №2 .....	13
<b>Управление внеоборотными активами</b> .....	<b>14</b>
<b>Управление оборотными активами</b> .....	<b>16</b>
<b>Управление денежными средствами</b> .....	<b>19</b>
<b>Управление запасами</b> .....	<b>21</b>
<b>Управление дебиторской задолженностью</b> .....	<b>22</b>
ЛЕКЦИЯ №3 .....	37
<b>3.3 Дивидендная политика организации</b> .....	<b>46</b>
ЛЕКЦИЯ №4 .....	52

## ЛЕКЦИЯ №1

### 1. ЭКОНОМИЧЕСКОЕ СОДЕРЖАНИЕ И НАЗНАЧЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ

1.1 Корпоративные финансы и их место в финансовой системе Российской Федерации

1.2 Финансовые ресурсы корпорации

1.3 Корпоративная финансовая политика

1.4 Организация корпоративных финансов хозяйствующих субъектов различных сфер деятельности

1.1 Переход к рыночной экономике вызвал серьезные изменения всей финансовой системы и в первую очередь ее основного звена - финансов корпораций.

**Финансы корпораций** - это финансовые или денежные отношения, возникающие в процессе формирования основного и оборотного капитала, фондов денежных средств корпораций и их распределения и использования.

Финансовые отношения корпораций в зависимости от экономического содержания можно сгруппировать по следующим направлениям:

- возникающие между учредителями в момент создания корпорации по поводу формирования уставного капитала. В свою очередь, уставный капитал является первоначальным источником формирования производственных фондов, приобретения нематериальных активов;
- между корпорациями и организациями, связанные с производством и реализацией продукции, возникновением добавленной стоимости;
- между корпорациями и их подразделениями: филиалами, цехами, отделами, бригадами по поводу финансирования расходов, распределения и перераспределения прибыли, оборотных средств;
- между корпорацией и работниками корпорации, при распределении и использовании доходов, выпуске и размещении акций и облигаций корпорации, выплате процентов по облигациям и дивидендов по акциям, взыскании штрафов и компенсаций за причиненный материальный ущерб, удержании налогов с физических лиц;
- между корпорацией и финансовой системой государства при уплате налогов и других платежей в бюджет, формировании внебюджетных фондов, применении штрафных санкций, получении ассигнований из бюджета;
- между корпорацией и банковской системой в процессе хранения денег в коммерческих банках, получении и погашении ссуд, уплаты процентов за кредит, покупке и продаже валюты, оказания других банковских услуг;
- между корпорацией и страховыми компаниями и организациями и др.

Наиболее полно сущность финансов проявляется в их функциях. Финансы корпораций выполняют **две основные функции**: распределительную и контрольную.

С помощью распределительной функции происходит формирование первоначального капитала, образующегося за счет вкладов учредителей, распределение валового внутреннего продукта в стоимостном выражении, определение основных стоимостных пропорций в процессе распределения доходов и финансовых ресурсов, обеспечивается оптимальное сочетание интересов отдельных товаропроизводителей, корпораций и организаций и государства в целом.

Объективной основой контрольной функции является стоимостный учет затрат на производство и реализацию продукции, выполнение работ, оказание услуг, формирование доходов и денежных фондов корпорации и их использование. Реализация контрольной функции осуществляется с помощью финансовых показателей деятельности корпораций, их оценки и разработки необходимых мер для повышения эффективности распределительных отношений.

## Корпоративные финансы

**1.2 Финансовые ресурсы корпорации** - это совокупность собственных денежных доходов и поступлений извне (привлеченные и заемные средства), предназначенные для выполнения финансовых обязательств организации, финансирования текущих затрат и затрат, связанных с расширением производства.

Следует выделить такое понятие, как - часть финансовых ресурсов, вложенных в производство и приносящих доход по завершении оборота. Финансовые ресурсы корпорации по своему происхождению разделяются на собственные (внутренние) и привлеченные на разных условиях (внешние). Собственные финансовые ресурсы включают в себя прибыль и амортизационные отчисления. Следует помнить, что не вся прибыль остается в распоряжении корпорации, часть ее в виде налогов и других налоговых платежей поступает в бюджет. Привлеченные, или внешние, источники формирования финансовых ресурсов можно также разделить на собственные, заемные и бюджетные ассигнования. Это деление обусловлено формой вложения капитала. Если внешние инвесторы вкладывают денежные средства в качестве предпринимательского капитала, то результатом такого вложения средств является образование привлеченных собственных финансовых ресурсов. Финансовые ресурсы используются корпорацией в процессе производственной и инвестиционной деятельности. Они находятся в постоянном движении и пребывают в денежной форме лишь в виде остатков денежных средств на расчетном счете в банке и в кассе корпорации. Корпорация, заботясь о своей финансовой устойчивости и стабильном месте в рыночном хозяйстве, распределяет свои финансовые ресурсы по видам деятельности и во времени. Углубление этих процессов приводит к усложнению финансовой работы, использованию в практике специальных финансовых инструментов. Организация финансов корпорации строится на определенных принципах: хозяйственной самостоятельности, самофинансирования, материальной ответственности, заинтересованности в результатах деятельности, формирование финансовых резервов.

Принцип хозяйственной самостоятельности предполагает, что корпорация самостоятельно независимо от организационно-правовой формы хозяйствования определяет свою экономическую деятельность, направления вложений денежных средств в целях извлечения прибыли. Принцип самофинансирования означает полную окупаемость затрат на производство и реализацию продукции, инвестирование в развитие производства за счет собственных денежных средств и при необходимости банковских и коммерческих кредитов. Принцип материальной ответственности означает наличие определенной системы ответственности за ведение и результаты хозяйственной деятельности. Финансовые методы реализации этого принципа различны для отдельных корпораций, их руководителей и работников предприятия. Объективная необходимость принципа заинтересованности в результатах деятельности определяется основной целью предпринимательской деятельности - извлечением прибыли. Заинтересованность в результатах хозяйственной деятельности в равной степени присуща работникам корпорации, самому предприятию и государству в целом. Принцип обеспечения финансовых резервов связан с необходимостью формирования финансовых резервов для обеспечения предпринимательской деятельности, которая сопряжена с риском вследствие возможных колебаний рыночной конъюнктуры. Вместе с тем денежные средства, направляемые в финансовый резерв, целесообразно хранить в ликвидной форме, чтобы они приносили доход и при необходимости могли легко быть превращены в наличный капитал. Управление финансами корпорации осуществляется с помощью финансового механизма. Финансовый механизм корпорации - это система управления финансами корпорации в целях достижения максимальной прибыли. Система управления финансами включает в себя:

- финансовые методы;
- финансовые инструменты;
- правовое обеспечение;

## Корпоративные финансы

- информационно-методическое обеспечение управления финансами. Финансовыми методами являются финансовое планирование, финансовый учет, финансовый анализ, финансовое регулирование и финансовый контроль.

Под финансовым инструментом понимают любой контракт, из которого возникает финансовый актив для одной корпорации и финансовое обязательство или инструмент капитального характера (т. е. связанный с участием в капитале) - для другой. Финансовые инструменты включают в себя как первичные инструменты, такие как дебиторская и кредиторская задолженность, акции и производные инструменты, такие как финансовые опционы, фьючерсы и форварды, процентные и валютные свопы. Финансовый актив может быть в виде: денежных средств, контрактного права на получение денежных средств или другого финансового актива от другой корпорации, контрактного права обмена на финансовый инструмент с другой корпорации, инструментом капитального характера другой корпорации. Финансовое обязательство — это любое обязательство, которое является контрактным: передать денежные средства или иной финансовый актив; обменять финансовые инструменты с другой корпорацией на потенциально неблагоприятных условиях.

**Корпоративные финансы** – это совокупность экономических отношений, по формированию и эффективному использованию финансовых ресурсов для достижения поставленной цели корпорации (организации).

Основная цель корпоративного управления – это получение наибольшей выгоды от функционирования корпорации в интересах его собственников. Для достижения этой цели менеджерам по финансам необходимо решать следующие задачи:

- добиваться прироста рентабельности собственного капитала, т. е. увеличивать прибыль на каждую денежную единицу вложенных учредителями средств;
- постоянно поддерживать текущую платежеспособность (ликвидность) корпорации, т. е. своевременно выполнять текущие обязательства за счет оборотных средств;
- поддерживать платежеспособность корпорации в долгосрочном периоде, т. е. выполнять обязательства перед инвесторами и кредиторами, которые имеют долгосрочные вложения в корпорацию;
- обеспечивать финансовыми ресурсами процессы расширенного воспроизводства.

К основным функциям корпоративного управления относятся:

- расчет финансовых показателей на планируемый период, составление перспективных и текущих финансовых планов (по прибыли, кредитного, капитальных вложений и финансовых инвестиций, баланса доходов и расходов, баланса денежных поступлений и расходов);
- финансовый анализ и оценка текущего и перспективного финансового состояния корпорации, возможных темпов ее развития исходя из обеспеченности финансовыми ресурсами, а также прогнозирование вероятности банкротства;
- управление оборотными средствами и обеспечение ликвидности корпорации (управление запасами, денежными средствами, дебиторской и кредиторской задолженностью);
- управление инвестиционным портфелем (капитальными вложениями и финансовыми инвестициями);
- управление структурой капитала и контроль за платежеспособностью (обеспечение рациональной структуры капитала, контроль за пропорциями между собственным и заемным капиталом, за выполнением обязательств перед инвесторами и кредиторами, имеющими долгосрочные вложения, разработка предложений о видах долговых обязательств, которые можно дополнительно выпускать для лучшего обеспечения потребности в капитале и достижения стабильности платежеспособности);
- управление финансовыми рисками (идентификация рисков, выбор стратегии и тактики управления риском, организация конкретных процедур по управлению риском);

## Корпоративные финансы

- организация расчетов с бюджетной системой (по налогам и сборам), акционерами (выплата дивидендов), кредиторами (выплата процентов, погашение займов), контрагентами, а также выпуска ценных бумаг;
- обеспечение взаимоотношений с учреждениями рыночной инфраструктуры, заключение договоров с банками, биржами, страховыми компаниями, инвестиционными фондами, компаниями и т. д.;
- подготовка отчета перед акционерами и персоналом о результатах финансовой деятельности.

**1.3 Финансовая политика корпорации** – это идеология, отражающая экономические интересы ее собственников, основанная на комплексе управленческих решений, возникающих на всех стадиях жизненного цикла предприятий, практическая реализация которых способна обеспечить режим стабильного функционирования и устойчивого развития корпорации. Финансовая политика находит свое отражение в бухгалтерской (финансовой) отчетности предприятия, характеризующей его финансовое положение.

Основная *цель реализации финансовой политики* заключается в росте стоимости компании.

В соответствии с целью основными ее задачами являются:

- стабильный рост прибыли предприятия;
- обеспечение производства источниками финансирования;
- оптимизация структуры капитала с целью увеличения объема продаж;
- снижение себестоимости продукции (работ, услуг);
- достижение информационной прозрачности финансового состояния для собственников;
- обеспечение инвестиционной привлекательности предприятия.

Разработка финансовой политики должна осуществляться в соответствии с «Положением о финансовой политике корпорации», принятым общим собранием акционеров или другим органом, представляющим интересы собственников, которое является рабочим документом для менеджеров в процессе принятия решений в текущей финансово-хозяйственной деятельности предприятий, разработке финансовой стратегии, бюджета, бизнес-планов и инвестиционных проектов.

Выбор того или иного варианта финансовой политики компании зависит от множества внутренних и внешних факторов. На выбор и обоснование корпоративной финансовой политики влияют следующие основные внутренние факторы: организационно-правовая форма компании, отраслевая принадлежность и вид деятельности, наличие автоматизированных информационных систем, организационная структура управления, степень развития финансового менеджмента в компании. К внешним факторам относятся макроэкономическая ситуация, конъюнктура рынков, степень либерализации законодательства и др.

Разработка финансовой политики является функцией управления, поскольку призвана учитывать многофакторность, многовариантность управления финансами. При отсутствии такой политики действия руководства могут оказаться ошибочными. Компания может потерять динамичность и стабильность развития и, как следствие, оказаться в кризисной ситуации. Напротив, эффективная финансовая политика является условием ее успешной деятельности, стабильности и конкурентоспособности.

Политику должны разрабатывать собственники корпорации, определяющие глобальные перспективы бизнеса, а стратегию – руководство предприятий. Иными словами, политика, как и стратегия, является проявлением функции управления, но на

## Корпоративные финансы

другом временном и организационном уровне. Политика определяет цели и принципы развития всех функциональных областей деятельности промышленного предприятия, устанавливает принципы и цели развития, задача стратегии заключается в определении направлений их достижения.

Все функциональные политики: маркетинговая, политика логистики, кадровая тесно взаимосвязаны между собой, но результаты их реализации могут быть оценены только с помощью финансовой политики.

Основной целью финансовой политики является укрепление конкурентоспособности хозяйствующего субъекта при обеспечении заданного уровня рентабельности, ликвидности и платежеспособности, а для публичного бизнеса – повышение инвестиционной привлекательности и соответственно стоимости компании.

Установлено, что практически все отечественные ученые связывают финансовую политику с финансовым менеджментом предприятия, разделяя ее на стратегическую и тактическую, а также на долгосрочную и краткосрочную. Политика и стратегия имеют различные цели, формируются на разных уровнях управления хозяйствующего субъекта.

Таким образом, основным механизмом в достижении цели финансового управления корпорации являются процедуры формирования и реализации финансовой политики. В условиях постоянного изменения внешней среды и внутренних условий увеличивается вероятность возникновения кризисных ситуаций, которые могут приобретать различные формы. Следовательно, разработка финансовой политики корпорации является универсальным механизмом регулирования финансовой деятельности в системе финансового управления, способствует целенаправленному использованию финансовых ресурсов для достижения стратегических задач, способна обеспечить устойчивое функционирование и развитие корпорации.

1.4 Финансовые отношения можно классифицировать на основании определенных различий между ними, которые проявляются в формах платежей в бюджет, порядке образования капитала и доходов, в финансовом планировании на предприятиях.

Данная классификационная система охватывает следующие виды финансов:

- Финансы хозяйствующих субъектов (предприятий и корпораций);
- Общегосударственные (публичные) финансы (бюджеты всех уровней и внебюджетные фонды);
- Государственный кредит, при котором в роли кредиторов выступают юридические и физические лица, а в роли заемщика – государство, эмитирующее облигации.

Основой системы финансов России являются финансы предприятий и корпоративных структур (финансово-промышленных групп и холдинговых компаний), так как доходы предпринимателей являются источником финансовых ресурсов всех звеньев финансовой системы государства.

Финансам предприятий и корпораций России присущи черты, характерные для финансов в целом (как стоимостной категории), а также специфические особенности, свойственные отдельным сферам общественного воспроизводства (например, сфере материального производства и непроектируемой сфере).

Однако имеются различия в организации финансов отдельных отраслей народного хозяйства (промышленность, строительство, транспорт, сельское хозяйство, торговля, коммунальное хозяйство и др.), которые проявляются в формировании доходов, прибыли, оборотных активов, финансировании капитальных вложений в основной капитал и др.



## Корпоративные финансы

Существуют также особенности в организации финансов на предприятиях различных форм собственности.

Хозяйственными товариществами и обществами признают коммерческие организации с разделенными на доли учредителей уставным капиталом. Имущество, созданное за счет вкладов участников, а также производственное хозяйственным товариществом или обществом в процессе его деятельности, принадлежит владельцу на праве собственности. Участники указанных хозяйственных формирований обязаны вносить вклады в порядке, размерах и сроки, предусмотренные учредительными документами.

Полное товарищество – это товарищество, участники которого в соответствии с заключенным между ними договором занимаются предпринимательской деятельностью от имени товарищества и несут ответственность по его обязательствам принадлежащим и имуществом.

Управление деятельностью полного товарищества осуществляют по общему согласию всех участников в порядке, определенным учредительным договором. Участник полного товарищества обязан внести не 50% своего вклада в складочный капитал к моменту его регистрации. Остальная часть должна быть внесена участниками в сроки, установленные учредительным договором. При невыполнении указанного условия участник обязан уплатить товариществу 10% годовых с невнесенной части вклада и возместить причиненные убытки.

Прибыль и убытки полного товарищества распределяют между его участниками пропорционально их доле в складочном капитале. Не допускают соглашения об устранении кого-либо из участников от участия в прибылях и убытках.

Участники полного товарищества несут солидарную ответственность своим имуществом по его обязательствам.

Товарищество на вере (командитное товарищество) представляет собой коммерческую организацию, в которой наряду с участниками, осуществляющими предпринимательскую деятельность (полными товарищами), присутствует один или несколько участников (вкладчиков) – командистов, которые несут риск убытков от деятельности товарищества на вере. Риск убытков равен сумме внесенных ими вкладов в складочный капитал.

Финансовые отношения в товариществе на вере возникают между полными товарищами и вкладчиками по поводу формирования складочного капитала, распределения прибыли, возмещения понесенных убытков и др.

В обществах с ограниченной ответственностью формируют не складочный, а уставный капитал, который разделен на доли, определенные учредительными документами. Участники общества не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, в пределах стоимости внесенных ими вкладов. Участники общества, внесшие вклады не полностью, несут солидарную ответственность по его обязательствам в пределах стоимости неоплаченной части вклада каждого из участников. Общество не отвечает по обязательствам своих участников.

Размер доли участника в уставном капитале общества определяют в процентах или в виде дроби. Величина доли участника соответствует части стоимости чистых активов общества, пропорциональной размеру его доли. Уставом общества могут быть ограничены максимальный размер доли участника, а также возможность изменения соотношения долей его участников. Подобные ограничения нельзя устанавливать в отношении отдельных участников. Вкладами в уставный капитал могут быть денежные средства, ценные бумаги, другие вещи, имущественные или иные права, имеющие стоимостную оценку. Не допускают освобождение участника от обязанности внесения вкладов в уставный капитал, в том числе путем зачета требований к обществу. На момент регистрации общества уставный капитал должен быть оплачен участниками не

## Корпоративные финансы

менее чем на 50%. Остальные 50% подлежат оплате в течение первого года деятельности общества.

Снижение уставного капитала допускают после уведомления кредиторов общества.

Общество с дополнительной ответственностью учреждается одним или несколькими лицами в порядке, аналогичном учреждению общества с ограниченной ответственностью. Участники такого общества солидарно несут субсидиарную ответственность по его обязательствам своим имуществом в одинаковом для всех размере, кратном стоимости их вкладов в уставном капитале. При банкротстве одного из участников его ответственность по обязательствам общества распределяется между остальными участниками пропорционально их вкладам в уставный капитал.

Финансовые отношения выражаются во взаимоотношениях между участниками общества при формировании уставного и резервного капиталов, распределении прибыли, а также расчетах с кредиторами и государством.

### Акционерное общество

До сентября 2014 года гражданское право знало 2 вида акционерных обществ:

- закрытые акционерные общества;
- открытые акционерные общества.

После 1 сентября 2014 они формально ещё будут существовать (до первых изменений), но фактически будут вытесняться новыми видами АО:

- публичными акционерными обществами;
- (непубличными) акционерными обществами.

Главное различие между двумя новыми видами АО состоит в способе размещения и обращения их акций:

В публичных акционерных обществах акции и ценные бумаги, которые конвертируются в его акции, размещаются путем открытой подписки и публично обращаются в соответствии с законодательством о ценных бумагах.

В непубличных акционерных обществах акции и ценные бумаги размещаются по закрытой подписке и публично не обращаются.

Деление на ОАО и ЗАО было чуть иным. Открытыми акционерными обществами считались общества, акционеры которых могли отчуждать акции независимо от согласия других акционеров. Если же акции распределялись только среди заранее определенного круга лиц, то АО было закрытым.

В названии публичных акционерных обществ должно содержаться слово «публичное». Причем независимо от того, является ли общество фактически публичным на настоящий момент или не является, если в наименовании будет слово «публичное», то все положения законодательства, касающиеся публичных акционерных обществ будут к нему применяться.

В фирменное наименование непубличного акционерного общества ничего (например, слова «непубличное») добавлять не придется.

Таким образом, акционерные общества будут называться или Публичное акционерное общество «Ромашка», или Акционерное общество «Ромашка».

Старые типы акционерных обществ должны были содержать в названии слова «открытое» или «закрытое».

Размещение привилегированных акций дешевле обыкновенных

Непубличным акционерным обществам будет предоставлено право размещать привилегированные акции, номинальная стоимость которых ниже номинальной стоимости обыкновенных акций.

Публичные АО такого права лишены.

Обязанность раскрывать содержание корпоративного договора

Публичные акционерные общества обязаны раскрывать содержание корпоративного договора.

## Корпоративные финансы

Непубличные акционерные общества – по общему правилу не должны этого делать.

По поводу раскрытия информации, содержащейся в корпоративном договоре, заключенном в ЗАО или ОАО, законодательством специальных правил не установлено. О заключении акционерного соглашения акционеры были обязаны уведомить только само общество.

Но к заключаемым в закрытых и открытых акционерных обществах корпоративным договорам будут применяться те же требования, которые касаются публичных и непубличных АО. Обязанность раскрывать содержание будет зависеть от фактической публичности или непубличности общества.

### Структура органов управления

В публичном акционерном обществе обязательно должны быть следующие органы:

- общее собрание акционеров – высший орган АО;
- единоличный исполнительный орган – общее руководство деятельностью АО;
- коллегиальный орган управления общества (пункт 4 статьи 65.3) (например: Наблюдательный совет), в котором не может быть меньше пяти членов; он контролирует деятельность исполнительных органов.

В непубличном АО стандартную схему управления обществом можно несколько изменить:

- функции коллегиального исполнительного органа могут быть закреплены за коллегиальным органом управления общества;
- непубличное АО может вовсе не формировать коллегиальный орган управления общества.

Хозяйственное общество признают дочерним, если другое (основное) хозяйственное общество в силу преобладающего участия в его уставном капитале, либо в соответствии с заключенным между ними договором, либо иным образом имеет возможность определять решения, принимаемые таким обществом. Дочернее общество не отвечает по долгам основного общества. Последнее дает дочернему обязательные для него указания и отвечает солидарно с ним по финансовым операциям, осуществленным дочерним обществом во исполнение таких указаний.

**КОРПОРАЦИЯ** (corporation) — акционерное общество. К ключевым преимуществам подобной формы организации бизнеса относят: 1) ограниченную ответственность собственников; 2) легкость перехода права собственности от одного акционера к другому (свободная торговля титулами собственности); 3) долгосрочный характер деятельности (принцип непрерывно действующего предприятия). Корпорации подразделяются на открытые (publicly-held) и закрытые (closely-held); и те и другие продают свои акции (доли), только первые на открытом рынке, а вторые — среди ограниченного круга лиц. Им противопоставляются частные компании (privately-held companies), которые не являются акционерными обществами, т. е. корпорациями.

Основные отличительные черты корпорации:

1. наличие общего капитала, разделенного на определенное количество равных долей (акций);
2. принцип разделения ответственности. Способствует мобилизации значительных финансовых ресурсов в уставные капиталы акционерных обществ. Это делает возможным реализацию масштабных инвестиционных проектов, что не под силу малым и средним компаниям.
3. отделение собственности от управления способствует экономии затрат на получение информации. Менеджеры могут собрать и обобщить довольно точные и подробные сведения о производственном и финансовом потенциале компании, необходимые для принятия управленческих решений. Владельцам корпорации достаточно иметь общие представления о ее производственной и финансовой

## Корпоративные финансы

деятельности, т.е. о том, насколько эффективно корпорация работает и приносит приемлемую прибыль.

4. корпоративная форма организации предпринимательской деятельности особенно рациональна при отделении собственности от управления, так как допускает довольно частые изменения в составе собственников без нарушения нормальной деятельности компаний.

Существенным недостатком корпоративной организации является ее двойное налогообложение. Как юридическое лицо корпорация уплачивает налог на прибыль (доход). Дивиденды акционеров как их личный доход также облагаются налогом.

В крупных корпорациях акционеры и менеджеры – это обычно разные группы лиц. Акционеры избирают правление (Совет директоров), правление назначает ведущих менеджеров, которые отвечают за управление делами корпорации в интересах акционеров. Номинально акционеры контролируют деятельность корпорации посредством избрания Совета директоров (Наблюдательного совета).

Одной из ведущих форм организации финансового капитала являются холдинговые компании. Данная форма организации бизнеса наиболее жизнеспособна, подвижна и эффективна. Это особый тип финансовой компании. Которую создают для владения контрольными пакетами акций других фирм с целью контроля и управления их деятельностью.

*Классификация корпораций:*

1. по географическому охвату:

- транснациональные;
- межгосударственная;
- национальная;
- отраслевая;
- региональная;

2) по составу участников:

- сырьевые;
- финансовые;
- финансово-промышленные;
- торгово-финансовые;
- финансово-медийные;
- промышленные;
- торговые;

3) по типу хозяйственного взаимодействия:

- материальные;
- финансовые;
- информационные;

4) по форме:

- картель;
- картель;
- синдикат;
- трест;
- концерн;
- консорциум;
- ФПГ (финансово-промышленная группа);
- конгломерат;
- холдинг;
- союз;
- ассоциация;
- франчайзинг;

5) по цели создания:

## Корпоративные финансы

- коммерческие;
- некоммерческие

Высшим органом корпорации является *общее собрание ее участников*.

В некоммерческих корпорациях и производственных кооперативах с числом участников более ста высшим органом может являться съезд, конференция или иной представительный (коллегиальный) орган, определяемый их уставами в соответствии с законом. Компетенция этого органа и порядок принятия им решений определяются в соответствии с Гражданским Кодексом законом и уставом корпорации.

В корпорации образуется единоличный исполнительный орган (директор, генеральный директор, председатель и т.п.). Уставом корпорации может быть предусмотрено предоставление полномочий единоличного исполнительного органа нескольким лицам, действующим совместно, или образование нескольких единоличных исполнительных органов, действующих независимо друг от друга. В качестве единоличного исполнительного органа корпорации может выступать как физическое лицо, так и юридическое лицо.

В корпорации образуется коллегиальный исполнительный орган (правление, дирекция и т.п.). В корпорации может быть образован коллегиальный орган управления (наблюдательный или иной совет), контролирующей деятельность исполнительных органов корпорации и выполняющий иные функции, возложенные на него законом или уставом корпорации. Лица, осуществляющие полномочия единоличных исполнительных органов корпораций, и члены их коллегиальных исполнительных органов не могут составлять более одной четверти состава коллегиальных органов управления корпораций и не могут являться их председателями.

Члены коллегиального органа управления корпорации имеют право получать информацию о деятельности корпорации и знакомиться с ее бухгалтерской и иной документацией, требовать возмещения причиненных корпорации убытков.

## ЛЕКЦИЯ №2

### 2. УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫМ МЕХАНИЗМОМ КОРПОРАЦИИ

#### 2.1 Управление активами корпорации

#### 2.2 Управление затратами и финансовыми результатами

#### 2.3 Инновационные решения корпораций и их инвестиционная деятельность

2.1 Активы корпорации - собственность предприятия, отражаемая в активе баланса. В основном существуют три вида активов: 1) текущие активы, состоящие из денежного капитала и средств, которые могут быть быстро трансформированы в наличные деньги; 2) основной капитал с длительным сроком службы, используемый предприятием при производстве товаров и услуг; 3) прочие активы, которые включают нематериальные активы, не имеющие натурально-вещественной формы, но ценные для предприятия, капиталовложения в другие компании, долгосрочные ценные бумаги, расходы будущих периодов и различные другие активы.

Материальные активы предприятия имеют вещественную форму. Это находящиеся в собственности предприятия сооружения производственного и непромышленного назначения, жилые и административные здания, земля, производственное оборудование и механизмы, запасы материалов, сырья и топлива и так далее.

Нематериальные активы предприятия — право на пользование некоторой интеллектуальной собственностью, включая торговую марку, логотип, патенты на изобретения и так далее.

## Корпоративные финансы

В соответствии с характером участия активов в производственном цикле выделяют оборотные и внеоборотные активы.

Оборотные активы в течение одного цикла производства расходуются полностью, обеспечивая операционную деятельность компании. Внеоборотные активы предприятия участвуют в нескольких производственных циклах, пока вся их стоимость не будет перенесена на производимую продукцию.

**Цель управления активами** – капитализация совокупной стоимости активов, т.е. осуществление приращения рыночной стоимости имущественного комплекса организации, связанной с капиталобразованием (накоплением капитала).

### **Задачи управления активами:**

- защита активов;
- секьюритизация активов;
- приращение активов;
- капитализация активов;
- получение прибыли;
- обеспечение обновления активов;
- обеспечение необходимого объема и структуры активов;
- обеспечение необходимой рентабельности активов.

Задачи управления активами весьма разнообразны и различаются как по степени сложности, так и по важности конкретной задачи в конкретный момент функционирования организации. В контексте данной учебной темы мы остановимся на процедурах решения только некоторых из них в рамках принятой классификации активов на *оборотные и внеоборотные*.

Поскольку активы организаций (юридических лиц), как было отмечено, различаются не только по характеру участия в хозяйственном процессе и соответственно по скорости оборота, но и по *форме проявления*, следует отметить следующее. Приоритет той или иной формы проявления активов всецело связан с отраслевой спецификой организации и, соответственно, с той ролью, которую играет организация в системе всеобщего разделения труда.

В этой связи совершенно очевидно, что в организациях финансового сектора (кредитные организации, финансовые компании, страховые компании и др.) первостепенную роль в процессе функционирования организации играют финансовые активы. Наоборот, в организациях, функционирующих в сфере культуры (творческие союзы, издательства, компании звукозаписи, киностудии и др.) на первый (особый) план выходят *нематериальные активы* (авторские права и пр.), хотя *материальные активы* являются основой, обеспечивающей сам процесс жизнедеятельности этих организаций. В организациях, функционирующих в сфере материального производства (предприятия, машиностроительные заводы, энергетические компании, добывающие компании и др.) первостепенную роль играют *материальные активы*, а *финансовые активы* обеспечивают процесс производства продукции, являясь начальной и конечной формой движения производительного (промышленного) капитала.

### **Управление внеоборотными активами**

Одной из наиболее важных функций финансового менеджмента является обеспечение своевременного и эффективного обновления состава внеоборотных активов. Последовательность разработки и принятия управленческих решений по обеспечению обновления внеоборотных активов организации характеризуется следующими основными этапами.

## Корпоративные финансы

1. **Обеспечение постоянного обновления отдельных групп внеоборотных активов организации.** Интенсивность обновления операционных внеоборотных активов определяется двумя основными факторами – их физическим и моральным износом. В процессе этих видов износа внеоборотные активы постепенно утрачивают свои первоначальные функциональные свойства и их дальнейшее использование в операционном процессе организации становится или технически невозможным, или экономически нецелесообразным.

2. **Определение необходимого объема обновления внеоборотных активов.** Обновление операционных внеоборотных активов организации может осуществляться на простой или расширенной основе, отражая процесс простого или расширенного их воспроизводства.

3. **Выбор наиболее эффективных форм обновления отдельных групп внеоборотных активов.** Конкретные формы обновления отдельных групп операционных активов определяются с учетом характера намечаемого их воспроизводства.

– Обновление операционных внеоборотных активов в процессе простого их воспроизводства может осуществляться в следующих основных формах:

– *текущего ремонта* – представляет собой процесс частичного восстановления функциональных свойств и стоимости основных средств в процессе их обновления;

– *капитального ремонта* – представляет собой процесс полного (или достаточно высокой части) восстановления основных средств и частичной замены отдельных их элементов. На сумму произведенного капитального ремонта уменьшается износ основных средств и тем самым увеличивается их остаточная стоимость;

– *приобретения новых видов операционных внеоборотных активов* с целью замены используемых аналогов в пределах сумм накопленной амортизации (для нематериальных активов это основная форма простого их воспроизводства).

– Обновление операционных внеоборотных активов в процессе расширенного их воспроизводства может осуществляться в форме их реконструкции, модернизации и других.

Выбор конкретных форм обновления отдельных групп операционных внеоборотных активов осуществляется по критерию их эффективности. Так, например, если в результате капитального ремонта отдельных видов основных средств сумма будущей прибыли, генерируемой ими, будет ниже ликвидационной их стоимости, обновление эффективней осуществлять путем их замены новыми более производительными аналогами.

4. **Определение стоимости обновления отдельных групп операционных внеоборотных активов в разрезе различных его форм.** Методы определения стоимости обновления операционных внеоборотных активов дифференцируются в разрезе отдельных форм этого обновления.

– Стоимость обновления операционных внеоборотных активов, осуществляемого путем *текущего или капитального ремонта*, определяется на основе разработки планового бюджета (сметы затрат) их проведения. При подрядном способе осуществления ремонтных работ основу разработки планового его бюджета составляют тарифы на услуги подрядчика, а при хозяйственном способе – расходы организации калькулируются по отдельным их элементам.

– Стоимость обновления операционных внеоборотных активов путем *приобретения новых аналогов* включает как рыночную стоимость соответствующих видов активов, так и расходы по их доставке и установке.

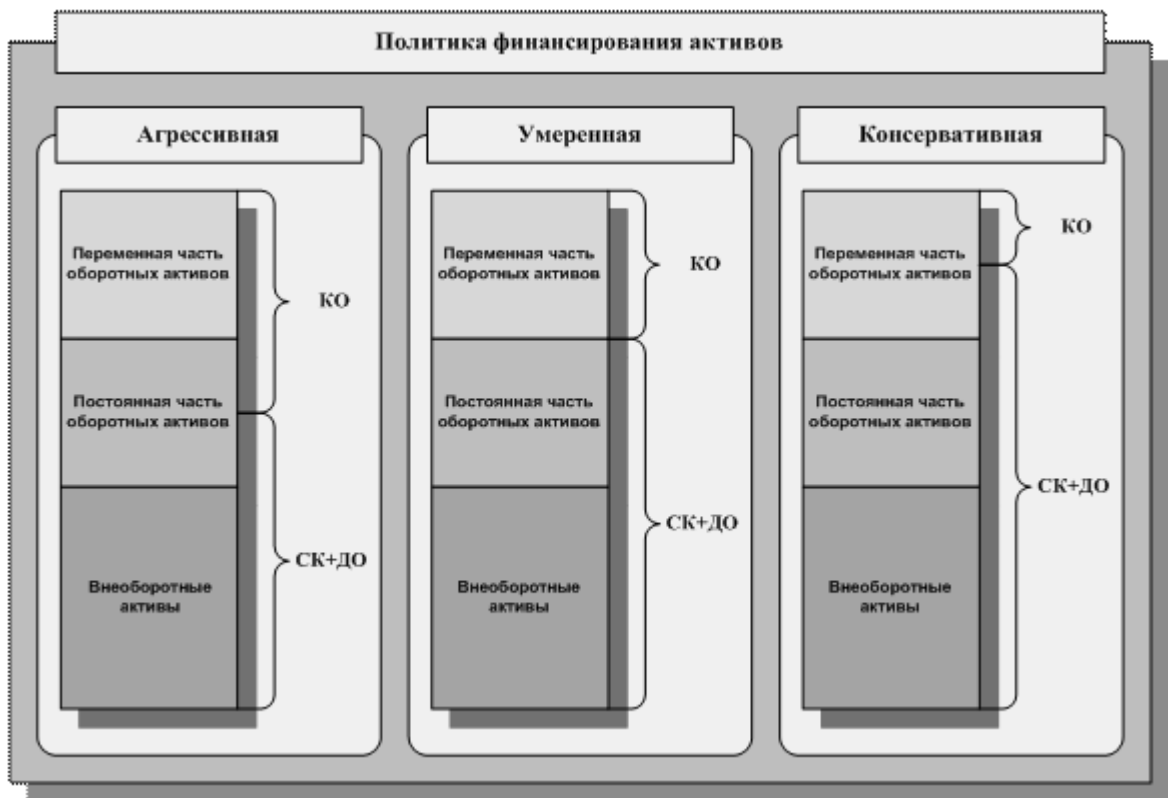
Корпоративные финансы

–Стоимость обновления операционных внеоборотных активов *в процессе расширенного воспроизводства* определяется в процессе разработки бизнес-плана реального инвестиционного проекта.

Итоговые результаты рассмотренных выше управленческих решений позволяют сформировать общую потребность в обновлении операционных внеоборотных активов организации в разрезе отдельных их видов и различных форм предстоящего обновления.

**Управление оборотными активами**

Теория финансового менеджмента рассматривает три варианта политики формирования оборотных активов организации – *консервативная, умеренная и агрессивная.*



**Консервативная** – предусматривает полное удовлетворение потребности во всех видах оборотных активов и создание значительного объема их резервов на случай наступления различных непредвиденных ситуаций, например, задержки погашения дебиторской задолженности, повышения спроса на продукцию и др. Обеспечивает минимизацию рисков организации, но отрицательно влияет на эффективность использования оборотных активов.

**Умеренная** – предусматривает полное удовлетворение потребности во всех видах оборотных активов и создание достаточного объема их резервов на случай наступления наиболее типичных непредвиденных ситуаций. Обеспечивает средний уровень риска и приемлемую эффективность использования оборотных активов.

**Агрессивная** – заключается в минимизации всех форм резервов, что обеспечивает наиболее высокий уровень эффективности использования оборотных активов при отсутствии сбоев в процессе операционной деятельности и приводит к значительным финансовым потерям в случае их возникновения.



**Корпоративные финансы**

Основные характеристики каждого из трех вариантов можно представить следующим образом.

***Политика формирования оборотных активов***

<b>Политика</b>	<b>Реализация на практике</b>	<b>Соотношение доходности и риска</b>
<b>Запасы</b>		
Консервативная	Формирование завышенного объёма страховых и резервных запасов на случай перебоев с поставками и прочих форс-мажорных обстоятельств	Большие потери на хранении запасов и отвлечение средств из оборота, как следствие, – снижение доходности. Уровень риска остановки производства – минимальный
Умеренная	Формирование резервов на случай типовых сбоев	Средняя доходность. Средний риск
Агрессивная	Минимум запасов, поставки «точно в срок»	Максимальная доходность, но малейшие сбои грозят остановкой (задержкой) производства
<b>Дебиторская задолженность</b>		
Консервативная	Жёсткая политика предоставления кредита и инкассации задолженности, минимальная отсрочка платежа, работа только с надёжными клиентами	Минимальные потери от образования безнадежной задолженности и задержки оплаты, но уровень продаж и конкурентоспособность невелики
Умеренная	Предоставление среднесрочных(стандартных) условий поставки и оплаты	Средняя доходность. Средний риск
Агрессивная	Большая отсрочка, гибкая политика кредитования	Большой объём продаж по ценам выше среднерыночных, но также высока вероятность появления просроченной дебиторской задолженности
<b>Денежные средства</b>		
Консервативная	Хранение большого страхового остатка денежных средств на счетах	Возможность вовремя совершать планируемые платежи даже при временных проблемах с инкассацией может привести к их обесценению
Умеренная	Формирование сравнительно небольших страховых резервов, инвестирование только в самые надёжные ценные бумаги	Средняя доходность. Средний риск
Агрессивная	Хранение минимального остатка денежных средств, вложение свободных денежных средств в высоколиквидные ценные бумаги	Организация рискует не расплатиться по срочным обязательствам или понести потери из-за привлечения незапланированного краткосрочного финансирования

Таким образом, различные варианты формирования оборотных активов организации, отражая различные соотношения уровня эффективности его использования и риска, в конечном счете определяют сумму и уровень этого капитала по отношению к объёму операционной деятельности. Из приведённых данных видно, что при альтернативных подходах к формированию оборотных активов организации, его сумма и уровень по отношению к объёму операционной деятельности варьируют в довольно широком диапазоне.

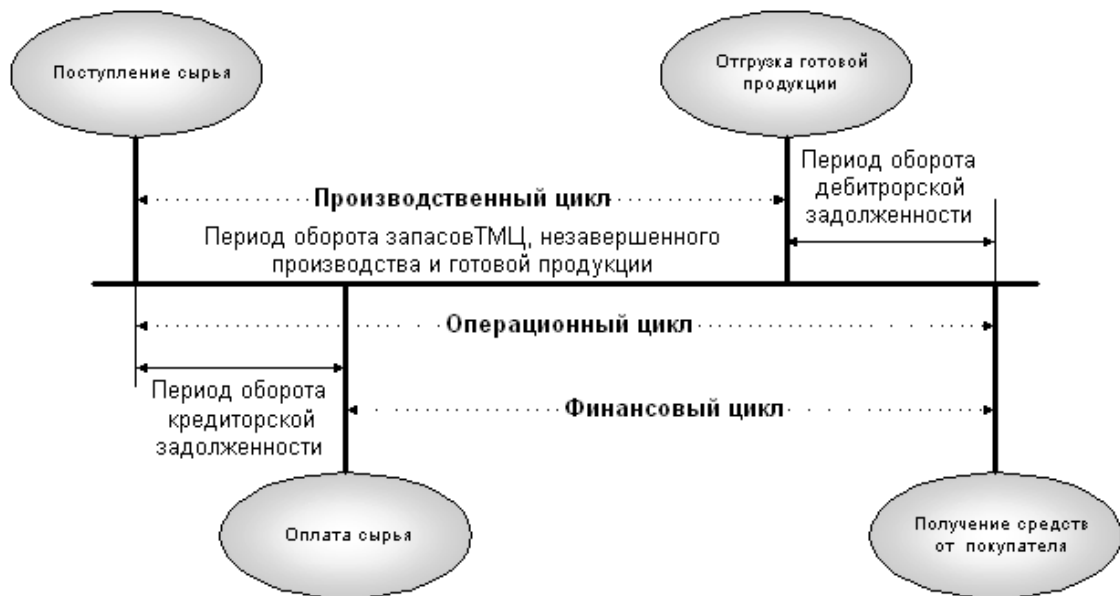
## Корпоративные финансы

### Управление денежным оборотом

Функционирующий капитал организации в процессе своего использования находится в постоянном движении. Это движение капитала сопровождается постоянным видоизменением его форм. Процесс такого постоянного движения характеризуется в экономической теории термином «оборот капитала». Под **оборотом капитала** понимается процесс непрерывного его движения в экономической системе, сопровождающийся последовательным превращением одной его формы в другую.

Управление денежным оборотом включает: управление денежной наличностью, управление дебиторской задолженностью, управление запасами и затратами, управление заемными средствами. Кроме того, важнейшими элементами процесса управления денежным оборотом являются: прогнозирование совокупного денежного оборота, планирование денежного оборота и контроль за эффективностью денежного оборота.

Период полного оборота всей суммы оборотных активов, в процессе которого происходит смена их видов, представляет собой **операционный цикл организации**.



**Операционный цикл:** денежные средства используются для приобретения сырья и материалов, которые в процессе производственной деятельности превращаются в запасы готовой продукции. Готовая продукция реализуется потребителям и до осуществления оплаты преобразуется в дебиторскую задолженность, которая затем вновь преобразуется в денежные средства.

Продолжительность операционного цикла:

$$ПОЦ = ПО_{см} + ПО_{нз} + ПО_{гп} + ПО_{дз}$$

$ПО_{см}$  – период оборота среднего запаса сырья и материалов

$ПО_{нз}$  – период оборота среднего объема незавершенного производства

$ПО_{гп}$  – период оборота среднего запаса готовой продукции

$ПО_{дз}$  – период оборота дебиторской задолженности

В рамках операционного цикла выделяют производственный цикл и финансовый цикл.

## Корпоративные финансы

**Производственный цикл** определяет период полного оборота материальных активов, используемых для обслуживания производственного процесса, начиная с поступления сырья и заканчивая отгрузкой готовой продукции.

Продолжительность производственного цикла:

$$\text{ППЦ} = \text{ПО}_{\text{см}} + \text{ПО}_{\text{нз}} + \text{ПО}_{\text{гп}}$$

$\text{ПО}_{\text{см}}$  – период оборота среднего запаса сырья и материалов

$\text{ПО}_{\text{нз}}$  – период оборота среднего объема незавершенного производства

$\text{ПО}_{\text{гп}}$  – период оборота среднего запаса готовой продукции

**Финансовый цикл** организации определяет период полного оборота денежных средств, начиная с момента погашения кредиторской задолженности за полученные сырье и материалы и заканчивая погашением дебиторской задолженности за готовую продукцию.

Продолжительность финансового цикла:

$$\text{ПФЦ} = \text{ППЦ} + \text{ПО}_{\text{дз}} - \text{ПО}_{\text{кз}}$$

ППЦ – продолжительность производственного цикла:

$\text{ПО}_{\text{дз}}$  – средний период оборота дебиторской задолженности

$\text{ПО}_{\text{кз}}$  – средний период оборота кредиторской задолженности

### Управление денежными средствами

Управление денежными средствами или остатком денежных средств, постоянно находящимся в распоряжении организации, играет очень важную роль в системе управления использованием оборотного капитала. Во-первых, с позиции текущей деятельности денежные средства имеют большое значение, т.к. они используются для ликвидации любых пробелов и сбоев в финансовом и производственном процессах. Во-вторых, размер остатка денежных средств определяет уровень абсолютной платёжеспособности организации (готовность организации немедленно рассчитаться по всем своим финансовым обязательствам), влияет на размер капитала, инвестируемого в оборотные активы. В-третьих, с позиции контроля и оценки эффективности функционирования организации весьма важно представлять, какие виды деятельности генерируют основной объём денежных поступлений и оттоков.

**Цель управления денежными средствами** – обеспечение постоянной платёжеспособности организации.

Управление денежными средствами организации осуществляется по следующему алгоритму:

1. **Анализ денежных средств.** Основной целью этого анализа является оценка суммы и уровня среднего остатка денежных средств с позиций обеспечения платёжеспособности организации, а также определение эффективности их использования.

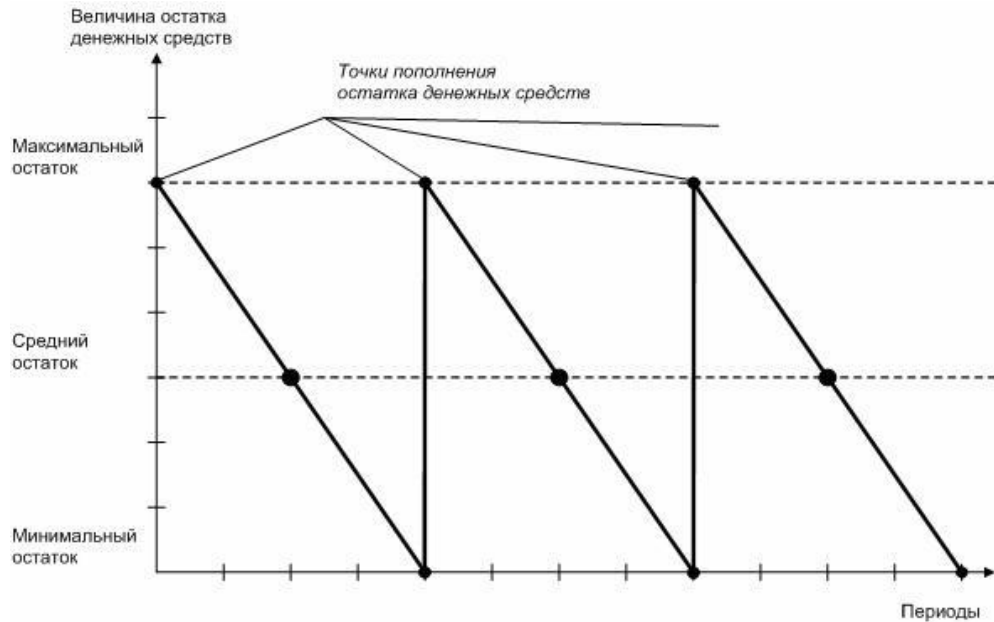
2. **Оптимизация среднего остатка денежных средств организации.** Такая оптимизация обеспечивается путем расчета необходимого остатка в предстоящем периоде.

Существуют ряд моделей, позволяющих определить оптимальный остаток денежных средств на счете организации. Наибольшее распространение в теории и

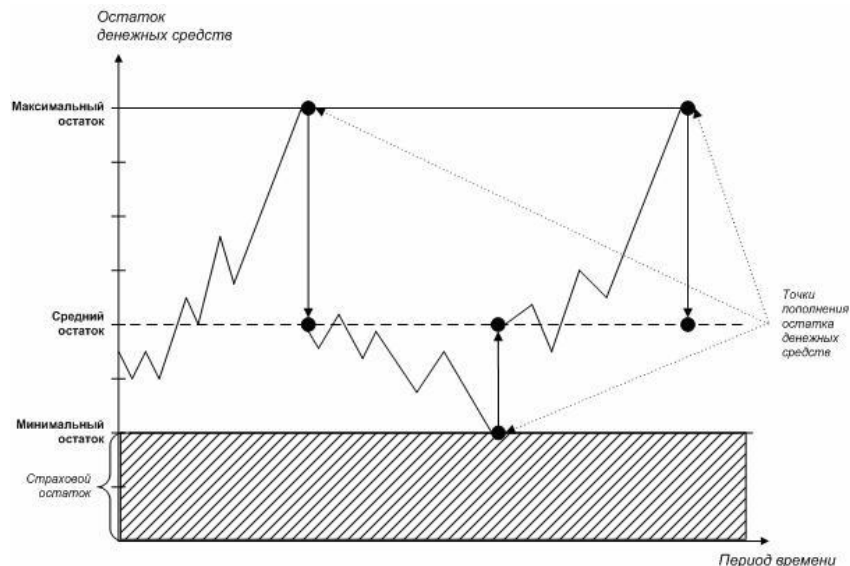
Корпоративные финансы

практике финансового менеджмента получили модель Баумоля (1952 г.) и модель Миллера-Орра (1966 г.).

Модель Баумоля используется в случае стабильности поступлений и расходований денежных средств, с учетом того, что хранение всех денежных активов осуществляется в форме краткосрочных финансовых вложений и изменение остатка денежных средств происходит от максимального размера до нуля.



В модели Миллера-Орра поступления и расходования денежных средств являются стохастическими, т.е. независимыми случайными событиями. Главной особенностью данной модели является наличие определенного страхового запаса денежных средств, на уровне которого устанавливается минимальный размер остатка денежных средств. Максимальный размер остатка денежных средств устанавливается на уровне трехкратного размера страхового запаса.



Дифференциация среднего остатка денежных активов в разрезе национальной и иностранной валюты. Такая дифференциация осуществляется только организациями, которые ведут внешне экономическую деятельность. Цель такой дифференциации заключается в том, чтобы из общей оптимизированной потребности в денежных активах

## Корпоративные финансы

выделить валютную их часть с тем, чтобы обеспечить формирование необходимых организации валютных фондов.

3. **Выбор эффективных форм регулирования среднего остатка денежных активов.** Такое регулирование проводится с целью обеспечения постоянной платежеспособности организации, а также с целью уменьшения расчетной максимальной и средней потребности в остатках денежных активов.

4. **Построение эффективных систем контроля за денежными активами организации.** Объектом такого контроля являются совокупный уровень остатка денежных активов, обеспечивающих текущую платежеспособность организации, а также уровень эффективности сформированного портфеля краткосрочных финансовых инвестиций – эквивалентов денежных средств организации.

### Управление запасами

Основными задачами создания запасов товарно-материальных ценностей являются:

- Обеспечение текущей производственной деятельности организации (запасы сырья и материалов).
- Обеспечение текущей сбытовой деятельности (запасы готовой продукции).
- Независимость от сезонных колебаний (накопление сезонных запасов).

Цель управления запасами заключается в оптимизации запасов товарно-материальных ценностей

Задачи управления запасами:

- оптимизация размера запасов;
- оптимизация структуры запасов;
- минимизация затрат по обслуживанию запасов;
- обеспечение эффективного контроля за их движением.

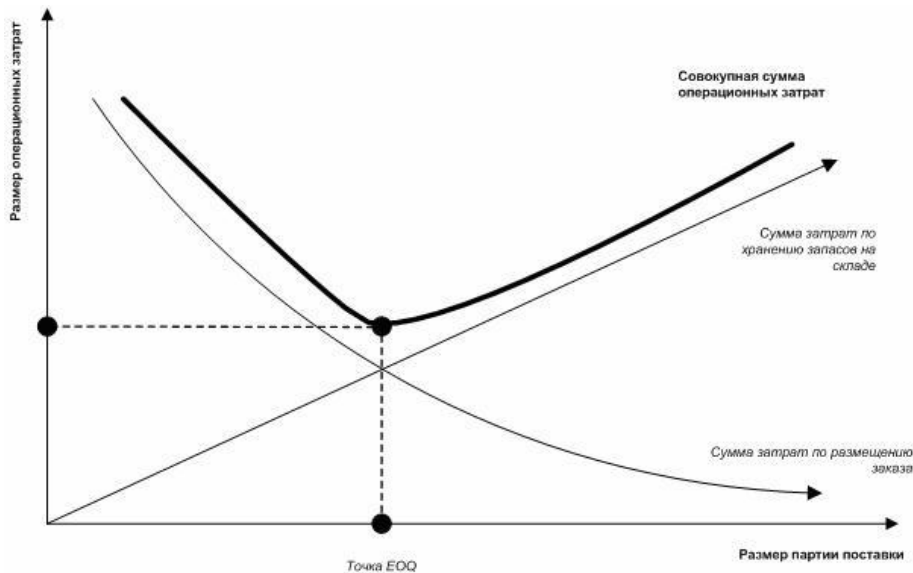
Методики оптимального управления запасами базируются на идее минимизации двух основных видов затрат:

- затрат по покупке и доставке;
- затрат по хранению.

Одним из наиболее известных методов, используемых в управлении запасами является построение модели оптимальной партии заказа ЕОQ (Economic ordering quantity), позволяющей минимизировать совокупные затраты по заказу, с учетом затрат по доставке и хранению запасов.

Модель ЕОQ позволяет оптимизировать пропорции между этими двумя группами операционных затрат таким образом, чтобы совокупная их сумма была минимальной. Графически это можно представить следующим образом.

Корпоративные финансы



Важным методом управления запасами является построение различных эффективных систем контроля за движением запасов организации. Основной задачей таких контролируемых систем является своевременное размещение заказов на пополнение запасов и вовлечение в операционный оборот излишне сформированных их видов.

Среди систем контроля за движением запасов в странах с развитой экономикой наиболее широкое применение получила «Система ABC». Суть этой системы контроля состоит в разделении всей совокупности запасов товарно-материальных ценностей на три категории исходя их стоимости, объема и частоты расходования, отрицательных последствий их нехватки для хода операционной деятельности и финансовых результатов и т.п. и осуществлении постоянного контроля (мониторинга) за запасами категории А

В категорию «А» включают наиболее дорогостоящие виды запасов с продолжительным циклом заказа, которые требуют постоянного мониторинга в связи с серьезностью финансовых последствий, вызываемых их недостатком. В категорию «В» включают товарно-материальные ценности, имеющие меньшую значимость в обеспечении бесперебойного операционного процесса и формировании конечных результатов финансовой деятельности. В категорию «С» включают все остальные товарно-материальные ценности с низкой стоимостью, не играющие значимой роли в формировании конечных финансовых результатов.

**Управление дебиторской задолженностью**

Дебиторская задолженность представляет наиболее сложный с точки зрения управления элемент оборотных средств. Объем дебиторской задолженности существенно зависит от принятой в организации политики продаж.

Алгоритм управления дебиторской задолженностью:

## Корпоративные финансы



На первом этапе, в процессе анализа дебиторской задолженности изучается состав, динамика, причины и сроки ее образования, а также рассчитываются основные аналитические показатели:

- Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности:
- Период погашения дебиторской задолженности:
- Коэффициент погашения дебиторской задолженности
- Доля дебиторской задолженности в общем объеме оборотных активов

На втором этапе, осуществляется ранжирование дебиторской задолженности. На практике это происходит с помощью оценки платежеспособности покупателей, и в качестве наиболее важных их характеристик выделяют платежную дисциплину и объем продаж (в денежном выражении) в предшествующие периоды.

На третьем этапе – определяется величина сомнительной и реальной дебиторской задолженности, осуществляется ее ранжирование по срокам возникновения, проводится формирование резервов на возможные потери.

На завершающем этапе процесса управления дебиторской задолженностью определяются методы рефинансирования, т.е. ускоренный перевод дебиторской задолженности в другие формы оборотных активов предприятия: денежные средства и высоколиквидные краткосрочные ценные бумаги.

Одной из форм рефинансирования дебиторской задолженности, как известно, является факторинг.

Другой формой рефинансирования дебиторской задолженности может являться форфейтинг, который представляет собой финансовую операцию рефинансирования дебиторской задолженности по экспортному коммерческому кредиту путем передачи переводного векселя в пользу банка (факторинговой компании) с уплатой последнему комиссионного вознаграждения. Банк (факторинговая компания) берет на себя обязательство по финансированию экспортной операции путем выплаты по учтенному векселю, который гарантируется предоставлением аваля банка страны импортера. В результате форфейтинга задолженность покупателя по товарному (коммерческому) кредиту трансформируется в задолженность финансовую (в пользу банка).

## Корпоративные финансы

**2.2** Деятельность корпорации сопряжена со множеством расходов, различающихся по экономическому содержанию, целевому назначению, источникам возмещения. Перед тем как дать определение термину "расходы", следует отметить, что в настоящее время существует ряд взаимозаменяемых понятий, используемых как синонимы. Среди них:

- издержки – совокупность затрат на приобретение вводимых факторов производства;
- затраты – денежное выражение фактического объема ресурсов, используемых в определенных целях, независимо от источника финансирования, и имеющее отношение к данному отчетному периоду;
- расходы – затраты, которые документально подтверждены, направлены на получение дохода, экономически оправданы и не указаны в ст. 270 Налогового кодекса РФ.

Расходами корпорации признается уменьшение экономических выгод в результате выбытия активов (денежных средств, иного имущества) и (или) возникновения обязательств, приводящее к уменьшению капитала этой организации за исключением уменьшения вкладов по решению участников (собственников имущества).

Не признается расходами корпорации выбытие активов:

- в связи с приобретением (созданием) внеоборотных активов (основных средств, незавершенного строительства, нематериальных активов и т.п.);
- вклады в уставные (складочные) капиталы других организаций, приобретение акций акционерных обществ и иных ценных бумаг не с целью перепродажи (продажи);
- по договорам комиссии, агентским и иным аналогичным договорам в пользу комитента, принципала и т.п.;
- в порядке предварительной оплаты материально-производственных запасов и иных ценностей, работ, услуг;
- в виде авансов, задатка в счет оплаты материально-производственных запасов и иных ценностей, работ, услуг;
- в погашение кредита, займа, полученных корпорацией.

В соответствии со ст. 252 Налогового кодекса РФ расходами признаются обоснованные и документально подтвержденные затраты, осуществленные налогоплательщиком с целью получения дохода. Под обоснованными расходами понимаются экономически оправданные затраты, оценка которых выражена в денежной форме. Под документально подтвержденными расходами понимаются затраты, подтвержденные документами, оформленными в соответствии с законодательством Российской Федерации, либо документами, оформленными в соответствии с обычаями делового оборота, применяемыми в иностранном государстве, на территории которого они были произведены.

В настоящее время принято выделять следующие признаки группировки расходов корпорации:

- связанные с извлечением прибыли (включают в себя затраты на производство и реализацию продукции (работ, услуг), а также инвестиции);
- не связанные с извлечением прибыли (расходы на потребление, социальную поддержку работников, благотворительность и другие гуманитарные цели);
- принудительные расходы (это налоги и налоговые платежи, отчисления на социальное страхование, расходы по страхованию, созданию обязательных резервов, экономические санкции).

Рассмотрим наиболее часто встречающиеся классификации расходов (рис. 1, 2, 3) и затрат (рис. 4, 5) корпорации. На рис. 1 представлена классификация расходов, используемая в целях бухгалтерского и налогового учета. Углубленная классификация



Корпоративные финансы

расходов в целях бухгалтерского учета представлена на рис. 2, в целях налогового учета – на рис. 3.



Рис. 1. Классификация расходов корпорации в целях налогового и бухгалтерского учета

Далее разберем классификацию затрат. Следует отметить, что именно на базе затрат формируется себестоимость продукции, товаров и услуг, предоставляемых корпорацией клиентам. Изучение затрат и их классификация является основой для их оптимизации. Типовая классификация затрат представлена на рис. 4.

По экономическому содержанию затраты могут быть явные и неявные (альтернативные). Явные затраты формируются за счет оплаты внешних ресурсов, т.е. ресурсов, не находящихся в собственности корпорации. Их называют также бухгалтерскими. Например, сырье, материалы, топливо, рабочая сила и т.д. Неявные затраты определяются стоимостью внутренних ресурсов, т.е. ресурсов, находящихся в собственности корпорации. По-другому их называют альтернативными, или ценой упущенных возможностей. По сути они представляют собой доход, который могла бы получать корпорация, если бы предпочла иной вариант использования имеющихся у нее ресурсов.

Корпоративные финансы



Рис. 2. Расходы корпорации в зависимости от их характера, условий осуществления и направлений деятельности в бухгалтерском учете

Корпоративные финансы

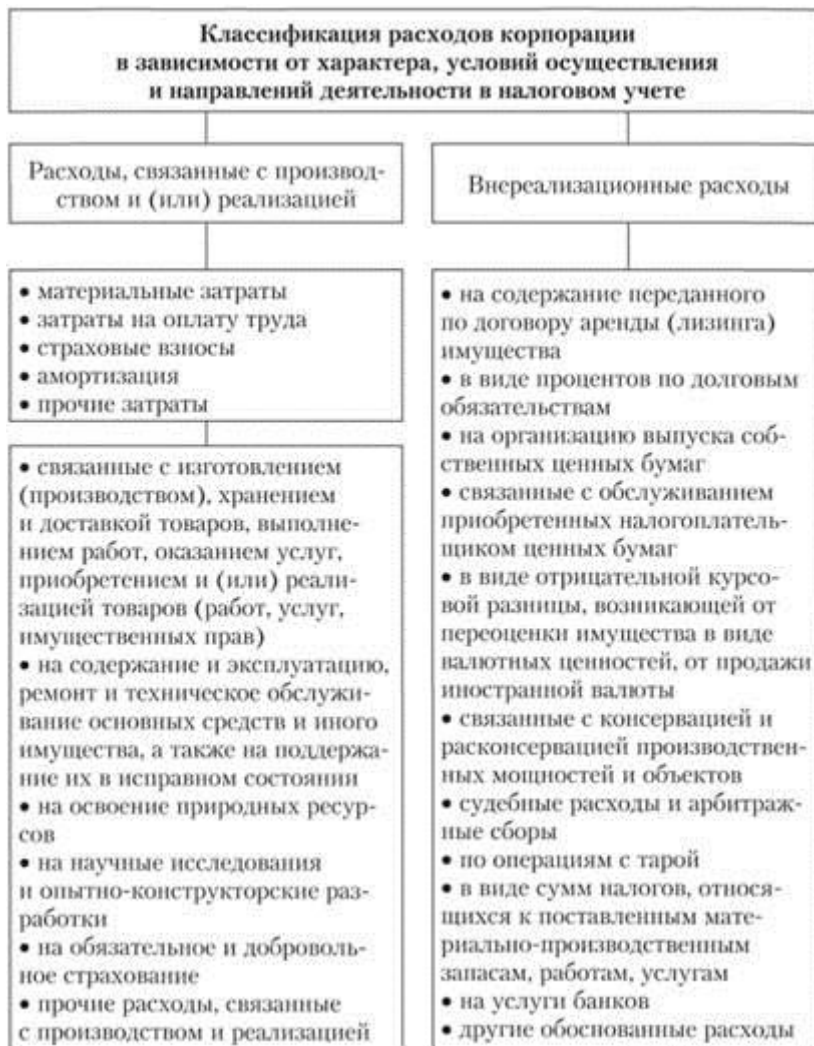


Рис. 3. Расходы корпорации в зависимости от их характера, условий осуществления и направлений деятельности в налоговом учете

В зависимости от взаимосвязи с изменением объема производства затраты делятся на постоянные и переменные. Под постоянными понимают затраты, не зависящие от объема производства. К ним относят затраты на аренду помещения, теплоснабжение, выплату процентов за кредит, заработную плату управленческого персонала и т.д. На единицу продукции они меняются в обратной зависимости от объема производства. Переменные затраты меняются в прямой зависимости: для корпораций, занимающихся торговлей, – от объема реализации, для промышленных – от уровня производства. Их основной признак – исчезновение при остановке производства. К ним относят затраты на сырье, материалы, комплектующие, заработную плату рабочих и пр. В расчете на единицу продукции они обычно остаются неизменными. Эти затраты называют переменными, поскольку их общая сумма меняется в зависимости от объемов реализации или производства. Постоянные и переменные затраты в сумме составляют валовые, которые стремится покрыть корпорация, устанавливая цену. Следует отметить, что деление затрат на постоянные и переменные условно, поэтому их иногда называют условно-постоянными и условно-переменными.

Корпоративные финансы



Рис. 4. Классификация затрат корпорации

В рыночных условиях любая корпорация независимо от масштабов и сферы деятельности занимается планированием, когда на первое место выходит забота об уменьшении неопределенности экономических результатов.

Основой планирования деятельности корпорации является калькулирование себестоимости, т.е. определение затрат, связанных с производством и реализацией единицы продукции.

Себестоимость – это затраты, которые несет корпорация на производство товара или оказание услуги.

Статьи затрат и виды себестоимости приведены на рис. 5.6.

При расчете себестоимости готовой продукции необходимо учитывать изменение остатков незавершенного производства и расходов будущих периодов, а также создание резервов предстоящих расходов и платежей.

• Незавершенное производство – это продукция, процесс изготовления которой еще не закончен.

Выпуск готовой продукции по себестоимости с учетом незавершенного производства определяется по формуле

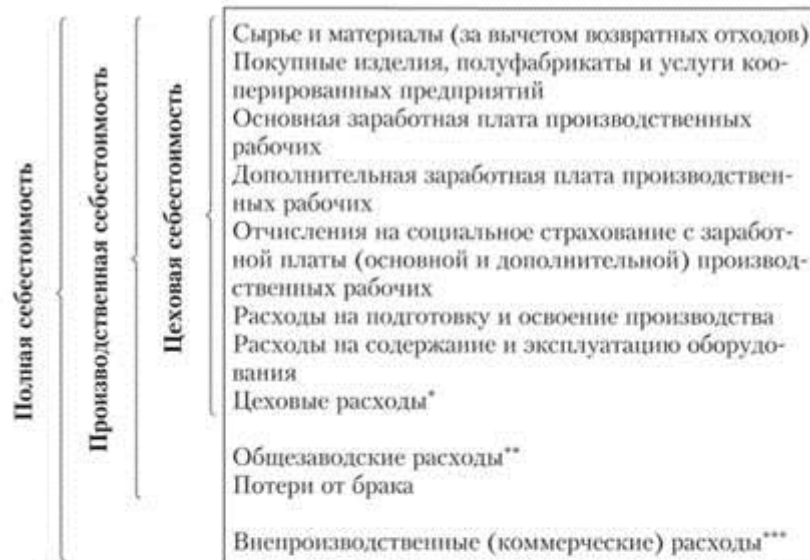
$$\text{Выпуск готовой продукции} = \text{Валовые затраты} - \text{Изменение сальдо незавершенного производства}$$

• Расходы будущих периодов – это расходы, которые несет корпорация в данном периоде, но включать в себестоимость будет в последующих отчетных периодах.

Выпуск готовой продукции по себестоимости с учетом расходов будущих периодов:

$$\text{Выпуск готовой продукции} = \text{Валовые затраты} - \text{Изменение сальдо незавершенного производства} - \text{Изменение сальдо расходов будущих периодов}$$

Корпоративные финансы



\* Включают: расходы по содержанию управленческого и хозяйственного персонала цехов (основная и дополнительная заработная плата, в том числе страховые взносы); сумму амортизации; расходы на содержание и текущий ремонт зданий, сооружений и инвентаря, числящихся в составе основных средств цеха; расходы на испытания, опыты и исследования; на мероприятия по охране труда; прочие расходы.

\*\* Направлены на управление, организацию и обслуживание производственного процесса корпорации. К ним относятся: административно-управленческие расходы (заработная плата персонала, управляющего заводом, включая страховые взносы, расходы на командировки и подъемные при перемещении сотрудников, услуги канцелярские, типографские, почтово-телеграфные, расходы на служебные разъезды и содержание легкового транспорта); общехозяйственные (содержание персонала неуправленческого характера, подготовка и переподготовка кадров, амортизация, содержание и текущий ремонт зданий, сооружений и инвентаря заводского назначения); производственно-технические (на исследования и испытания, изобретения, содержание общезаводских лабораторий и различные технические усовершенствования), а также налоги, сборы и прочие обязательные платежи и отчисления и непроизводительные расходы.

\*\*\* Связаны с реализацией продукции; включают затраты на изучение рынка, рекламу продукции, тару, упаковку, транспортировку, комиссионные выплаты посредникам, проведение ярмарок и т.п.

Рис. 6. Статьи затрат и виды себестоимости корпорации

• Создание резервов предстоящих расходов и платежей увеличивает себестоимость, поскольку эти резервы создаются для осуществления расходов, включаемых в себестоимость.

2.3 *Инновация* (англ. innovation) — это внедренное новшество, обеспечивающее качественный рост эффективности процессов или продукции, востребованное рынком. Является конечным результатом интеллектуальной деятельности человека, его фантазии, творческого процесса, открытий, изобретений и рационализации. Примером инновации является выведение на рынок продукции (товаров и услуг) с новыми потребительскими свойствами или качественным повышением эффективности производственных систем.

Инновация — это результат инвестирования интеллектуального решения в разработку и получение нового знания, ранее не применявшейся идеи по обновлению сфер жизни людей (технологии; изделия; организационные формы существования социума, такие как образование, управление, организация труда, обслуживание, наука, информатизация и т. д.) и последующий процесс внедрения (производства) этого, с фиксированным получением дополнительной ценности (прибыль, опережение, лидерство, приоритет, коренное улучшение, качественное превосходство, креативность, прогресс).

## Корпоративные финансы

Таким образом, необходим процесс: инвестиции — разработка — процесс внедрения — получение качественного улучшения.

Понятие инновация относится как к радикальным, так и постепенным (инкрементальным) изменениям в продуктах, процессах и стратегии организации (инновационная деятельность). Исходя из того, что целью нововведений является повышение эффективности, экономичности, качества жизни, удовлетворенности клиентов организации, понятие инновационности можно отождествлять с понятием предприимчивости — бдительности к новым возможностям улучшения работы организации (коммерческой, государственной, благотворительной, морально-этической).

Инновация — это такой процесс или результат процесса, в котором:

- используется частично или полностью охраноспособные результаты интеллектуальной деятельности; и/или
- обеспечивается выпуск патентоспособной продукции; и/или
- обеспечивается выпуск товаров и/или услуг, по своему качеству, соответствующих или превышающих мировой уровень;
- достигается высокая экономическая эффективность в производстве или потреблении продукта.

*Виды инноваций:*

- Технологические — получение нового или эффективного производства имеющегося продукта, изделия, техники, новые или усовершенствованные технологические процессы. Инновации в области организации и управления производством не относятся к технологическим.

- Социальные (процессные) — процесс обновления сфер жизни человека в реорганизации социума (педагогика, система управления, благотворительность, обслуживание, организация процесса).

- Продуктовые.

- Организационные.

- Маркетинговые.

*Инновационный менеджмент* — взаимосвязанный комплекс действий, нацеленный на достижение или поддержание необходимого уровня жизнеспособности и конкурентоспособности предприятия с помощью механизмов управления инновационными процессами.

Объектами инновационного менеджмента являются инновация и инновационный процесс.

*Инновационный процесс* — это процесс создания, освоения, распространения и использования инновации. Также инновационный процесс применительно к продукту (товару) может быть определен как процесс последовательного превращения идеи в товар через этапы фундаментальных и прикладных исследований, конструкторских разработок, маркетинга, производства, сбыта.

Динамика инноваций неравномерна, в ней всегда просматривается цикличность, по инновационному потенциалу (уровню новизны). С этих позиций инновации делятся на:

- радикальные (базисные), не имеющие аналогов, реализуют крупнейшие изобретения и становится основой технической революции, формированием новых отраслей, новых направлений в развитии техники и технологии, например: в авиации, переход от винтовых самолетов – к реактивным; в электронике – переход от ламповых приемников к полупроводникам, развитие микроэлектроники и т.д.;

- крупные, формирующие новое поколение техники, технологии. Они реализуются в более короткие сроки и критерий новизны меньше, то есть имеются элементы уже применяемых инноваций. На практике это создание новых машин, продвинутых технологий и т.д.;

## Корпоративные финансы

- средние инновации реализуют отдельные элементы базисных инноваций, расширяют сферу применения существующей технологии. На практике это модернизация техники, усовершенствование технологии, характеристик выпускаемой продукции;

- мелкие инновации, улучшают отрицательные производственные или потребительские параметры техники, технологии, товаров. На практике – это рационализация, модификация оборудования, технологий и т.д., что способствует повышению эффективности производства.

Взаимосвязь новизны, масштабности инноваций и эффективности характеризуется уровнем прибыли, получаемой от их реализации. Высокие технологии залог получения высоких прибылей, потому что позволяют установить на этапе роста монопольные цены.

По критерию **технологических параметров объектов инновационных изменений** выделяют продуктовые и процессные инновации. **Продуктовые инновации** включают:

- получение принципиально новых товаров и услуг (как потребительских, так и производственного назначения);

- использование новых материалов, полуфабрикатов, комплектующих.

**Процессные инновации** предполагают применение новых технологий (как правило, более производительных), новых методов организации хозяйственной деятельности, разного рода управленческих нововведений.

Технологические нововведения появляются либо в результате единого инновационного процесса, т.е. тесной взаимосвязи НИОКР по созданию изделия и технологии его изготовления, либо как продукт самостоятельных специальных технологических исследований. В первом случае инновации зависят от конструктивных и технических особенностей нового изделия и последующих его модификаций. Во втором - объектом инновации служит не конкретно новое изделие, а базовая технология, которая подвергается в процессе технологических исследований эволюционным или революционным преобразованиям.

По критерию **научно-технической значимости** инновации делят на базисные и улучшающие. **Базисные инновации** представляют собой результаты крупных научно-технических разработок. Именно они лежат в основе принципиально новых продуктов и технологий нового поколения, не имеющих аналогов. Базисные инновации знаменуют прорыв на потребительском рынке и рынке инвестиционных товаров.

Сегодня среди них - нанотехнологии, создание новых материалов; вчера - сотовая связь, Интернет, выход в космос.

**Улучшающие инновации** представляют собой результаты средних и мелких научных разработок, которые лежат в основе значительных изменений (модернизации) уже существующих продуктов, технологий, методов организации хозяйственной деятельности. Примерами улучшающих инноваций являются аппараты телефонной связи, оснащенные дополнительными функциями (фото-, видеокамера), или автомобили с бортовыми компьютерами.

От улучшающих инноваций следует отличать так называемые **псевдоинновации**, или незначительные изменения характеристик товара (цвет, отделка и т.п.), не затрагивающие его конструктивных особенностей и не добавляющие принципиально новых потребительских свойств.

По критерию **причины возникновения** выделяют реактивные и стратегические инновации. **Реактивные инновации** представляют собой ответную реакцию на нововведение, примененное конкурентом. Цель реактивных инноваций заключается в сокращении экономического отставания от лидера отрасли, недопущении снижения конкурентоспособности собственной продукции и сохранении позиций в конкурентной борьбе.

## Корпоративные финансы

**Стратегические инновации** носят упреждающий характер. Они являются результатом научно-технического прорыва и нацелены на длительное единоличное лидерство в отрасли.

По критерию частоты применения различают разовые и диффузные инновации. **Разовые инновации** не имеют распространения вне рамок предприятия или компании-новатора. На ранних стадиях коммерческого освоения практически все инновации разовые. **Диффузные инновации** возникают в ходе применения нововведения компаниями-имитаторами. Инновации данного вида характеризуют процесс распространения нововведения во времени и пространстве.

По критерию места инновации в микроэкономической системе в технологическом процессе на предприятии выделяют инновации на входе, на выходе и внутренние инновации. **Инновации на входе** затрагивают ресурсное обеспечение профильной деятельности предприятия. **Инновации на выходе** затрагивают характеристики выпускаемой продукции. **Внутренние инновации** модернизируют технологические и управленческие процессы в рамках предприятия.

Многообразие классификационных признаков инноваций свидетельствует о том, что формы организации нововведений, масштабы и способы воздействия на экономику, а также методы оценки их эффективности также должны отличаться многообразием.

Классификация инноваций позволяет предприятию определить наиболее эффективную инновационную стратегию и механизм управления инновационной деятельностью.

**Инвестиции** - это долгосрочное вложение средств в активы организации с целью увеличения прибыли и наращивания собственного капитала. Они отличаются от текущих издержек продолжительностью времени, на протяжении которого организация получает экономический эффект (увеличение выпуска продукции, производительности труда, прибыли и т.д.).

Инвестиции имеют большое значение не только для будущего положения организации, но и для экономики страны в целом. С их помощью осуществляется расширенное воспроизводство основных средств как производственного, так и непроизводственного характера, укрепляется материально-техническая база субъектов хозяйствования. Это позволяет организациям увеличивать объемы производства продукции, наращивать прибыль, улучшать условия труда и быта работников. От инвестиций зависят себестоимость, ассортимент, качество, новизна и привлекательность продукции, ее конкурентоспособность.

Инвестиционная деятельность - необходимое условие для производственной деятельности хозяйствующего субъекта. В свою очередь в результате использования в производстве инвестиционные ресурсы преобразуются и формируют доход, являющийся источником инвестиционных ресурсов следующего цикла. С этой точки зрения инвестиционная и производственная деятельность представляют собой важнейшие взаимосвязанные составляющие единого экономического процесса.

Инвестиции осуществляются в различных формах.

В зависимости от объекта вложения средств инвестиции делятся на *реальные (капиталообразующие)*, *финансовые (портфельные)* и *нематериальные*.

**Реальные инвестиции** - это вложение средств в обновление имеющейся материально-технической базы организацию, наращивание его производственной мощности, освоение новых видов продукции или технологий, инновационные нематериальные активы, строительство жилья, объектов соцкультбыта, расходы на экологию и др. Иначе говоря, к капиталообразующим инвестициям относятся новое строительство, расширение организацию, реконструкция и техническое перевооружение. Данная классификация имеет важное значение, поскольку для начала любого строительства необходимо наличие согласованной в установленном порядке проектно-сметной документации и полученного на её основе разрешения на строительство.



## Корпоративные финансы

Инвестиции, предназначенные для создания новых и воспроизводства действующих основных средств называют **капитальными вложениями**.

Соотношение перечисленных затрат представляет собой *технологическую структуру капитальных вложений*.

**Финансовые инвестиции** — это долгосрочные финансовые вложения в ценные бумаги, корпоративные совместные организации, обеспечивающие гарантированные источники доходов или поставок сырья, сбыта продукции и т.д.

**Инвестиции в нематериальные ценности** - вложение денег в научные исследования, переподготовку персонала, нематериальные активы.

По цели инвестирования выделяют прямые и портфельные инвестиции.

**Прямые инвестиции** выступают как вложения в уставные капиталы предприятий (фирм, компаний) с целью установления непосредственного контроля и управления объектом инвестирования. Они в большей степени направлены на расширение сферы влияния, обеспечение будущих финансовых интересов, а не только на получение дохода.

**Портфельные инвестиции** представляют собой средства, вложенные в экономические активы с целью извлечения дохода (в форме прироста рыночной стоимости инвестиционных объектов, дивидендов, процентов, других денежных выплат) и диверсификации рисков. Как правило, портфельные инвестиции являются вложениями в приобретение принадлежащих различным эмитентам ценных бумаг, других активов.

По срокам вложений выделяют кратко-, средне- и долгосрочные инвестиции.

**Краткосрочные инвестиции** - вложения средств на период до одного года. **Среднесрочные инвестиции** представляют собой вложения средств на срок от одного года до трех лет, **долгосрочные инвестиции** — на срок свыше трех лет.

По формам собственности на инвестиционные ресурсы выделяют:

**Частные инвестиции** - вложения средств частных инвесторов: граждан и предприятий негосударственной формы собственности.

**Государственные инвестиции** - вложения, осуществляемые государственными органами власти и управления, а также предприятиями государственной формы собственности.

**Иностранные инвестиции** - вложения средств иностранных граждан, фирм, организаций, государств.

**Смешанные инвестиции** - вложения, осуществляемые отечественными и зарубежными экономическими субъектами.

По региональному признаку различают:

**Внутренние (национальные) инвестиции** включают вложения средств в объекты инвестирования внутри данной страны.

**Инвестиции за рубежом** (зарубежные инвестиции) понимаются как вложения средств в объекты инвестирования, размещенные вне территориальных пределов данной страны.

По рискам различают агрессивные, умеренные и консервативные инвестиции. Данная классификация тесно связана с выделением соответствующих типов инвесторов. **Агрессивные** инвестиции характеризуются высокой степенью риска, высокой прибыльностью и низкой ликвидностью. **Умеренные** инвестиции отличаются средней (умеренной) степенью риска при достаточной прибыльности и ликвидности вложений. **Консервативные** инвестиции представляют собой вложения пониженного риска, характеризующиеся надежностью и ликвидностью.

В зависимости от сферы вложения можно выделить *производственные и непроизводственные инвестиции*: в социально-культурную сферу, в отрасли науки, культуры, образования, здравоохранения, физической культуры и спорта, информатики, в охрану окружающей среды, для строительства новых объектов этих отраслей, совершенствования применяемых в них техники и технологий, осуществления инноваций.

Кроме того, в ходе анализа инвестиционной деятельности выделяют валовые и чистые инвестиции.

## Корпоративные финансы

*Валовые инвестиции* — это объем всех инвестиций в отчетном периоде.

*Чистые инвестиции* меньше валовых инвестиций на сумму амортизационных отчислений в отчетном периоде.

Если сумма чистых инвестиций является положительной величиной и имеет значительный удельный вес в общей сумме валовых инвестиций, то это свидетельствует о повышении экономического потенциала организации, направляющей значительную часть прибыли в инвестиционный процесс.

Большое значение имеет структура реальных инвестиций *по источникам финансирования*, отражающая распределение инвестиций на собственные, привлеченные и заемные средства.

Оценка инвестиционных проектов может происходить по многим критериям – с точки зрения их социальной значимости, масштабам воздействия на окружающую среду, степени вовлечения трудовых ресурсов и т.п. Однако центральное место в этих оценках принадлежит эффективности инвестиционного проекта, под которой понимают соответствие полученных от проекта результатов – как экономических (в частности прибыли), так и внеэкономических (снятие социальной напряженности в регионе) – и затрат на проект.

Оценка эффективности инвестиций имеет огромный научный и практический интерес, поскольку от того, насколько объективно и всесторонне осуществлена эта оценка, зависят сроки окупаемости вложенного капитала, темпы развития фирмы, а также решение многих проблем социально-экономического развития страны.

Как правило, оцениваются следующие виды эффективности:

1. эффективность проекта в целом;
2. эффективность участия в проекте.

Эффективность проекта в целом оценивается для того, чтобы определить потенциальную привлекательность проекта, целесообразность его принятия для возможных участников. Она показывает объективную приемлемость инвестиционных проектов вне зависимости от финансовых возможностей его участников. Данная эффективность включает в себя:

- *общественную (социально-экономическую) эффективность проекта*, которая учитывает социально-экономические последствия реализации инвестиционных проектов для общества в целом, в том числе как непосредственные затраты на проект и результаты от проекта, так и «внешние эффекты» – социальные, экологические и иные эффекты;

- *коммерческую эффективность проекта*, которая показывает финансовые последствия его осуществления для участника инвестиционных проектов, в предположении, что он самостоятельно производит все необходимые затраты на проект и пользуется всеми его результатами. Иными словами, при оценке коммерческой эффективности следует абстрагироваться от возможностей участников проекта по финансированию затрат на инвестиционный проект, условно полагая, что необходимые средства имеются.

Эффективность участия в проекте определяется с целью проверки финансовой реализуемости проекта и заинтересованности в нем всех его участников. Данная эффективность включает:

- эффективность участия предприятий в проекте (его эффективность для предприятий – участников инвестиционных проектов);
- эффективность инвестирования в акции предприятия (эффективность для акционеров АО – участников инвестиционных проектов);
- эффективность участия в проекте структур более высокого уровня по отношению к предприятиям – участникам инвестиционных проектов (народнохозяйственная, региональная, отраслевая и т.п. эффективности);

## Корпоративные финансы

Подходы и принципы оценки эффективности инвестиционных проектов одинаковы на всех стадиях. Однако набор исходных данных, степень их конкретизации, а также получаемая при этом оценка могут различаться.

На стадии разработки инвестиционного предложения ограничиваются, как правило, общей оценкой эффективности проекта в целом. При формировании обоснования инвестиций и ТЭО проекта должны оцениваться все виды эффективности.

Для прогнозирования эффективности долгосрочных инвестиций проводится долгосрочный анализ доходов и издержек, и рассчитываются следующие показатели;

- срок окупаемости инвестиций;
- индекс рентабельности инвестиций (IR);
- чистый приведенный эффект, или чистая текущая стоимость (NPV);
- внутренняя норма доходности (IRR);
- средневзвешенный срок жизненного цикла инвестиционного проекта, т.е.

дюрация (D).

В основу расчета перечисленных показателей положено сравнение объема предполагаемых инвестиций и будущих денежных поступлений. Первые два могут базироваться как на учетной величине денежных поступлений, так и на дисконтированных доходах с учетом временной компоненты денежных потоков.

Первый метод оценки эффективности инвестиционных проектов заключается в определении срока, необходимого для того, чтобы инвестиции окупили себя. Этот метод наиболее простой и поэтому наиболее распространенный.

Если доходы от проекта распределяются равномерно по годам, то срок окупаемости инвестиций определяется делением суммы инвестиционных затрат на величину годового дохода.

При неравномерном поступлении доходов срок окупаемости определяют прямым подсчетом числа лет, в течение которых доходы возместят инвестиционные затраты в проект, т.е. доходы сравниваются с расходами.

Недостатком данного метода является то, что он не учитывает разницу в доходах по проектам, получаемых после периода их окупаемости.

Следовательно, оценивая эффективность инвестиций, надо принимать во внимание не только сроки их окупаемости, но и доход на вложенный капитал, для чего можно рассчитать индекс рентабельности (IR) и уровень рентабельности инвестиций (R):

$$IR = \frac{\text{Ожидаемая сумма дохода}}{\text{Ожидаемая сумма инвестиций}}$$

$$R = \frac{\text{Ожидаемая сумма прибыли}}{\text{Ожидаемая сумма инвестиций}} \times 100\%$$

Однако эти показатели также имеет свои недостатки: они не учитывают распределения притока и оттока денежных средств по годам.

Считается, что более научно обоснованной, является оценка эффективности инвестиций, основанная на методах наращивания (компаундирования) или дисконтирования денежных поступлений, учитывающих изменение стоимости денег во времени.

**Сущность метода компаундирования** состоит в определении суммы денег, которую будет иметь инвестор в конце операции. Этот метод подразумевает исследование денежного потока от настоящего к будущему. Заданными величинами здесь являются исходная сумма инвестиций, срок и процентная ставка доходности, а искомой величиной - сумма средств, которая будет получена после завершения операции.

Для определения стоимости, которую будут иметь инвестиции через несколько лет, при использовании сложных процентов применяют следующую формулу:

Корпоративные финансы

$$FV = PV \times (1 + r)^n$$

где FV — будущая стоимость инвестиций через n лет, тыс. руб.;

PV — первоначальная сумма инвестиций, тыс. руб.;

r — ставка процентов в виде десятичной дроби;

n — число лет в расчетном периоде, лет.

При начислении процентов по простой ставке используется следующая формула:

$$FV = PV \times (1 + r n)$$

Если проценты по инвестициям начисляются несколько раз в году по сложным процентам, то формула для определения будущей стоимости вклада имеет следующий вид:

$$FV = PV \times (1 + r/m)^{n m},$$

где m — число периодов начисления процентов в году.

**Метод дисконтирования денежных поступлений (ДДП)** - исследование денежного потока в обратном направлении, то есть от будущего к текущему моменту времени, позволяет привести будущие денежные поступления к сегодняшним условиям. Для этого используется следующая формула:

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^n} = FV \times \frac{1}{(1 + r)^n} = FV \times k_d$$

где,  $k_d$  - коэффициент дисконтирования.

**Метод чистой текущей стоимости (NPV)** состоит в следующем.

1. Определяется текущая стоимость затрат ( $I_0$ ), т.е. решается вопрос, сколько инвестиций нужно зарезервировать для проекта.
2. Рассчитывается текущая стоимость будущих денежных поступлений от проекта, для чего доходы за каждый год CF (кеш-флоу) приводятся к текущей дате:

$$PV = \sum_{n=1} \frac{CF_n}{(1 + r)^n}$$

3. Текущая стоимость затрат ( $I_0$ ) сравнивается с текущей стоимостью доходов (PV). Разность между ними составляет чистую текущую стоимость проекта (NPV):

$$NPV = PV - I_0 = \sum_{n=1} \frac{CF_n}{(1 + r)^n} - I_0$$

NPV показывает чистые доходы или чистые убытки инвестора от помещения денег в проект по сравнению с хранением денег в банке:

- если  $NPV > 0$ , значит, проект принесет больший доход, чем при альтернативном размещении капитала;
- если  $NPV < 0$ , то проект имеет доходность ниже рыночной, и поэтому деньги выгоднее оставить в банке;
- если  $NPV = 0$ , то проект не является ни прибыльным, ни убыточным.

## Корпоративные финансы

Важным показателем, который применяется для оценки эффективности инвестиций, является **внутренняя норма доходности (IRR)**, то есть ставка дисконта, при которой дисконтированные доходы от проекта равны инвестиционным затратам. Внутренняя норма доходности определяет максимально приемлемую ставку дисконта, при которой можно инвестировать средства без каких-либо потерь для собственника. Её значение находят из следующего уравнения:

$$\sum_{n=1} \frac{CF_n}{(1 + IRR)^n} - I_0 = 0$$

Экономический смысл данного показателя заключается в том, что он показывает ожидаемую норму доходности или максимально допустимый уровень инвестиционных затрат в оцениваемый проект. IRR должен быть выше средневзвешенной цены инвестиционных ресурсов:

### IRR > CC

Если это условие выдерживается, инвестор может принять проект, в противном случае он должен быть отклонен.

Если имеется несколько альтернативных проектов с одинаковыми значениями NPV, IRR, то при выборе окончательного варианта инвестирования учитывается **длительность инвестиций (duration)**.

## ЛЕКЦИЯ №3

### 3. ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И ПРОГНОЗИРОВАНИЕ КОРПОРАЦИИ

3.1 Финансовое планирование и прогнозирование корпорации

3.2 Стратегические решения в системе управления стоимостью компании

3.3 Дивидендная политика. Взаимосвязь инвестиций, дивидендов и финансовых решений

3.4 Слияния и поглощения как фактор роста стоимости бизнеса

3.1 В условиях рыночной экономики повышается значимость и актуальность финансового планирования и прогнозирования. В развитых странах финансовое планирование выступает одним из важнейших инструментов регулирования деятельности компании. Рынок еще более требователен к качеству финансового планирования, ибо при рыночных отношениях за все неблагоприятные последствия своей деятельности, в том числе и за просчеты в финансовом планировании и прогнозировании, ответственность несет непосредственно организация.

Эффективность функционирования предприятия, его финансовая устойчивость, жизнеспособность в условиях рыночной экономики во многом зависят от того, насколько точно оно сможет предвидеть перспективы своего развития, то есть от уровня обоснованности принятой к использованию системы прогнозирования и планирования. Поэтому функции финансового прогнозирования и планирования составляют основу механизма управления финансами предприятия.

Финансовое планирование и прогнозирование охватывает важнейшие стороны финансово-хозяйственной деятельности предприятия, обеспечивает необходимый предварительный контроль за образованием и использованием материальных, трудовых и финансовых ресурсов, создает условия для укрепления финансового состояния предприятия.

В процессе финансового планирования и прогнозирования одновременно обосновываются рациональные отношения, стоимостные пропорции, движение финансовых ресурсов и на этой основе определяются финансовые показатели на плановый период. Их особенностью является синтетический характер и обязательно

## Корпоративные финансы

стоимостное выражение. Этими основополагающими факторами определяются роль финансового планирования и прогнозирования.

Цель финансового прогнозирования -- оценка перспектив воздействия внешней среды и внутренних условий на будущее состояние финансовых ресурсов предприятия.

Задачами финансового прогнозирования являются: определение предполагаемого объема финансовых ресурсов в прогнозируемом периоде; поиск источников их формирования и направлений наиболее эффективного использования на основе анализа складывающихся тенденций и с учетом воздействия на них различных факторов;

оценка финансового состояния предприятия в прогнозируемом периоде в зависимости от возможных вариантов его финансово-хозяйственной деятельности;

формирование рекомендаций относительно выбора рациональной финансовой стратегии и тактики, обеспечивающих достижение предприятием стабильного положения на рынке и прочной финансовой устойчивости.

Необходимость финансового прогнозирования обусловлена общими условиями хозяйствования. С помощью прогнозирования сводят к минимуму неопределенность рыночной среды и ее негативные последствия для предприятия, устраняют излишние транзакционные издержки. Компания не в состоянии полностью устранить предпринимательский и финансовый риски, но может снизить их негативное влияние и последствия с помощью умелого прогнозирования показателей.

Цели финансового планирования на предприятии зависят от выбранных критериев принятия финансовых решений, к которым относятся:

- максимизация продаж;
- максимизация прибыли;
- максимизация собственности владельцев предприятия.

Главной целью финансового планирования на предприятии является обоснование стратегии развития предприятия с позиции экономического компромисса между доходностью, ликвидностью и риском, а также определении необходимого объема финансовых ресурсов для реализации данной стратегии.

Финансовое планирование как функция управления охватывает весь комплекс мероприятий по выработке плановых заданий и претворению их в жизнь. Финансовое планирование на предприятии решает следующие задачи:

- выявляет резервы увеличения доходов предприятия и способы их мобилизации;
- обеспечивает воспроизводственный процесс необходимыми источниками финансирования;
- определяет пути наиболее эффективного использования финансовых ресурсов;
- управляет денежными потоками;
- обеспечивает соблюдение интересов инвесторов, кредиторов, государства;
- осуществляет контроль за финансовым состоянием предприятия. Финансовое планирование помогает своевременно выполнять обязательства перед бюджетом, различными фондами, банками и другими кредиторами, тем самым защищая компанию от применения к ней штрафных санкций.

Процесс составления финансовых планов включает в себя следующие этапы:

1. Анализ инвестиционных возможностей и возможностей финансирования, которыми располагает предприятие.
2. Прогнозирование последствий текущих решений с целью избежать неожиданностей и понять связи между текущими и будущими решениями.
3. Обоснование выбранного варианта из всех возможных решений (этот вариант и будет представлен в окончательной редакции плана).
4. Оценка результатов, достигнутых предприятием, в сравнении с целями, установленными в финансовом плане. Четырехэтапный процесс планирования предполагает принятие решений и осуществление мероприятий, которые на каждой стадии планирования влияют на будущее предприятия. Поскольку никто не в состоянии

## Корпоративные финансы

точно предвидеть будущее, планирование должно быть непрерывным. Необходимо постоянно учитывать на каждом этапе финансового планирования вновь поступающую информацию.

Значение финансового планирования заключается в том, что оно:

- позволяет сделать выбор наиболее эффективных путей развития из возможных альтернатив;
- дает возможность определить в перспективе экономическую эффективность деятельности организации;
- способствует постановке конкретных целей, которые служат способом мотивации работ менеджеров и позволяют установить критерий оценки их деятельности.

Наряду с осознанием необходимости широкого применения современного финансового планирования в нынешних условиях действуют факторы, ограничивающие его использование в организациях:

- высокая степень неопределенности на российском рынке, связанная с продолжающимися глобальными изменениями во всех сферах общественной жизни
- незначительная доля предприятий, располагающих финансовыми возможностями для осуществления серьезных финансовых разработок;
- отсутствие эффективной нормативно- правовой базы отечественного бизнеса.

3.2 Оценка, как процесс определения стоимости компании, на тот или иной объект известна давно, но в большинстве случаев она рассматривается в отрыве от целей и задач управления компанией. Одной из главных задач и прерогатив управления является увеличение стоимости компании. Отсюда разработка эффективной системы управления стоимостью для конкретного бизнеса является базовой парадигмой его развития. Известные и используемые в деловом мире концепции и модели управления можно подразделить на две большие группы: балансовые (или бухгалтерские) и стоимостные (или рыночные). Бухгалтерские концепции и модели управления ориентируют менеджеров, главным образом, на получение максимальной величины прибыли, зачастую в ущерб достижению других важных результатов. Рост прибыли не всегда дает компании возможности обеспечить конкурентные преимущества в долгосрочной перспективе, кроме того, основывается на бухгалтерских показателях, не позволяющих учесть индивидуальные стоимостные характеристики компании и имеющих ретроспективный характер, т.е. отражающих прошлое, а не будущее. Балансовые (бухгалтерские) модели управления, несмотря на свою простоту и «понятность», не способны ответить на вопросы акционеров относительно будущего предприятия: как долго сохранит свои конкурентные позиции на рынке; насколько инвестиционно привлекательным будет в ближайшем будущем.

Преодолеть эти недостатки позволяют экономические (рыночные) концепции и модели управления бизнесом. Они ориентированы, прежде всего, на максимизацию стоимости предприятия. В этой связи встает необходимость определить понятие стоимости предприятия, которое имеет много различных значений. Приведем наиболее часто встречающиеся понятия в теории и практики оценки стоимости. Доминирующим понятием является рыночная стоимость, поскольку она позволяет определить справедливую цену оцениваемого объекта при совершении сделки. Под рыночной стоимостью объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства. Под которыми понимается:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;

## Корпоративные финансы

- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей бы то ни было стороны;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме.

Инвестиционная стоимость — стоимость объектов собственности для конкретного инвестора при определенных целях инвестирования. Балансовая стоимость — стоимость затрат на строительство или приобретение объекта собственности. Бывает первоначальной (отражается в бухгалтерских документах на момент ввода объекта в эксплуатацию) и восстановительной (стоимость воспроизводства ранее созданных основных средств в современных условиях).

Стоимость для целей налогообложения — это стоимость, величина которой определяется по установленной государственными органами методике. Ликвидационная стоимость — денежная сумма, которая реально может быть получена от продажи собственности в срок, слишком короткий для проведения адекватного маркетинга. При определении ликвидационной стоимости необходимо учитывать все расходы, связанные с ликвидацией компании, такие как комиссионные арбитражному (или внешнему) управляющему, административные издержки по поддержанию работы компании до ее ликвидации, расходы на юридические и бухгалтерские услуги. Разность между выручкой и издержками на ликвидацию составляет ликвидационную стоимость компании

Страховая стоимость — стоимость собственности, определяемая положениями страхового контракта или полиса.

Стоимость замещения — стоимость близкого аналога оцениваемого объекта. Стоимость обмена — служит для осуществления различных операций с объектами собственности.

Таким образом, стоимость — это экономический критерий, отражающий интегральный эффект влияния принимаемых решений на все параметры, по которым оценивается деятельность предприятия (доля рынка и прочность конкурентной позиции, доходы, инвестиционные потребности, операционная эффективность, налоговое бремя, регулирование, потоки денежных средств, уровень риска), позволяющий ранжировать варианты в ситуации множественного выбора.

Умение управлять стоимостью компании позволяет принимать более успешные управленческие решения, наиболее эффективно перераспределять денежные потоки. Оценка и управление стоимостью являются одними из важнейших инструментов эффективного ведения бизнеса и незаменимы при принятии решений о приобретении или реализации активов.

Следует определить, что управление стоимостью компании — это система методов воздействия на внутренние факторы компании и опосредованно на факторы внешней среды с целью обеспечения его динамичного развития, повышения устойчивости во внешней среде, инвестиционной привлекательности посредством достижения роста его стоимости.

Задача управления стоимостью, как базового метода обеспечения стратегической конкурентоспособности бизнеса, можно свести к следующему:

- 1) базовой целью управления деятельностью предприятия на всех уровнях его функционирования является повышение стоимости в интересах собственников и других заинтересованных лиц;
- 2) ключевым источником стоимости является денежный поток предприятия, который может генерировать сегодня и сможет генерировать в будущем;



## Корпоративные финансы

3) прискорбие стоимости компании и каждого ее отдельно взятого подразделения является важнейшим критерием эффективности руководства на всех уровнях.

При этом следует иметь в виду наличие известных конфликтов интересов между основными участниками процесса функционирования компании — собственниками, менеджерами, персоналом, налоговыми органами и потребителями. В этой связи при управлении стоимостью необходимо исходить из установленных принципов оценки.

1. Ориентированность на результат. Проведение оценки стоимости должно преследовать конкретную цель, а результаты данного исследования должны носить практический характер. Возникновение кризисных ситуаций в экономике порождает неопределенность прогнозирования параметров стоимости компаний. В таких условиях целями бизнеса становится обеспечение конкурентного преимущества, повышение инвестиционной привлекательности и финансовой безопасности, а соответственно и рост рыночной стоимости компаний.

2. Сбалансированность интересов всех участников компании. При проведении оценки стоимости важно принимать во внимание тот факт, что собственники, инвесторы, конкуренты имеют собственные интересы в функционировании компании, а соответственно и в оценке ее стоимости. Так, например, для инвестора определяющим фактором при выборе компании станет величина генерируемого денежного потока, определяющего величину будущих доходов. Собственники компании больше заинтересованы в увеличении капитализации компании и повышении рыночной стоимости акций. Поэтому при оценке стоимости важно оценивать все аспекты функционирования компании, чтобы максимально учесть предпочтения заинтересованных сторон

3. Комплексность оценки. Одной из основных проблем оценки стоимости бизнеса является многообразие методов оценки. Недостатком традиционных подходов к оценке стоимости бизнеса является то, что при использовании каждого из них можно оценить лишь один аспект функционирования компании — либо величину денежного потока, либо величину чистых активов, либо величину рыночных мультипликаторов. Поэтому комплексная оценка стоимости бизнеса должна включать в себя элементы нескольких методов и моделей, обеспечивая тем самым адаптацию процесса оценки стоимости к существующим условиям функционирования компаний.

4. Ориентация на эффективность. Применение принципов стоимостно-ориентированного управления создает в компании систему управления факторами стоимости, позволяющую, сосредоточившись на главном, управлять бизнесом в целях долгосрочного наращивания ее стоимости и обеспечения устойчивости в нестабильной внешней среде. Для этого необходимо решение задач во многих сферах деятельности компании: построение многофакторной финансовой стоимостно-ориентированной модели бизнеса; формирование системы бизнес-процессов с учетом цепочки создания добавленной стоимости; принятие управленческих решений на основе стоимостно-ориентированного подхода.

5. Внедрение системы управления стоимостью — процесс продолжительный (2-3 года), ориентированный на долгосрочную перспективу, имеющий стратегическое значение для компании, и он должен пройти несколько этапов.

1 этап — оценка стоимости компании на текущий момент с созданием модели, учитывающей индивидуальность денежных потоков конкретного бизнеса. Здесь общий денежный поток можно представить как сумму денежных потоков отдельных подразделений и филиалов, создающих стоимость, и обслуживающих подразделений, напрямую не создающих стоимость.

Методы, позволяющие оценить стоимость компании, условно можно разделить по следующим группам:

— базирующиеся на определении стоимости отдельных активов, которыми владеет оцениваемое предприятие (методы затратного подхода);

## Корпоративные финансы

— использующие результаты анализа конъюнктуры фондового рынка, а точнее, сделок, совершенных с акциями или долями уставного капитала предприятий, аналогичных оцениваемому (методы сравнительного подхода);

— основанные на изучении доходов оцениваемого предприятия (методы доходного подхода)

Указанные методы позволяют рассматривать стоимость компании под различным углом зрения.

Затратный подход позволяет определить стоимость создания компании, аналогичной оцениваемой.

Сравнительный подход дает возможность определить цену, которую инвесторы в сложившихся экономических условиях готовы заплатить нынешним акционерам за оцениваемое предприятие.

Результат, получаемый в ходе использования методов доходного подхода, отражает величину денежных средств, которые предприятие способно заработать для своих владельцев в будущем.

1. В целом, именно стоимостная оценка позволяет получить полную достоверную картину стоимости бизнеса. Современные методы и технологии оценки стоимости бизнеса дают возможность определить необходимый стандарт стоимости — от рыночной и инвестиционной до специальных видов стоимости. Большинство оценочных технологий определяют стоимость на основе будущего ожидаемого денежного потока, дисконтированного по ставке, отражающей присущий данному предприятию риск. При этом, применение различных моделей денежного потока позволяет «уловить» влияние определенных факторов стоимости. Например, структуру капитала, «налоговый щит», инвестиции, необходимые для создания прибыли, время их осуществления и др. Учитывая систему рисков, характерных для данного бизнеса, стоимостная оценка помогает определить стоимость бизнеса в существующих реалиях рынка, что важно для принятия управленческих решений. Оценка бизнеса в системе управления стоимостью предприятия играет роль постоянного мониторинга достигнутой величины стоимости, способствует установлению величины разрыва между потенциальной и действительной стоимостью предприятия, а также величиной капитализации на фондовом рынке. Своевременно и правильно определенная величина стоимости предприятия является основой для принятия обоснованных управленческих решений, ведущих к увеличению стоимости предприятия, повышению его конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности. В системе управления стоимостью предприятия оценка позволяет решать следующие задачи. Определить исходную или действительную величину стоимости бизнеса.

2. Определить стоимостный разрыв между фундаментальной (внутренней) и действительной стоимостью.

3. Выявить факторы роста стоимости и степень их влияния на величину рыночной стоимости.

4. Рассчитать величину потенциальной стоимости и проследить ее динамику в зависимости от использования внутренних и внешних резервов и улучшений.

5. Спрогнозировать величину синергического эффекта и изменения стоимости в результате реструктуризации и реорганизации предприятия.

2 этап — формирование системы факторов, определяющих изменение стоимости и разработка на их основе стратегий по увеличению стоимости. Все факторы с точки зрения управления можно разделить на внешние и внутренние (управляемые факторы). Невозможность воздействия на внешние факторы (например, законодательные ограничения, изменение налогового законодательства, инфляция и т.д.) не означает, что их нельзя предвидеть и минимизировать негативные последствия либо максимизировать выгоды. Задача управления, состоит в том, чтобы своевременно «защитить» стоимость компании от колебания внешних факторов.

Корпоративные финансы

Система внутренних факторов стоимости представляет собой совокупность показателей деятельности предприятия и отдельных его единиц. Показатели детализируются для каждого уровня управления, при этом каждое подразделение отвечает за те факторы стоимости, на которые оно может воздействовать. Чтобы факторами стоимости можно было пользоваться, надо установить их соподчиненность, степень влияния каждого фактора на стоимость предприятия. Некоторые факторы стоимости нельзя рассматривать в отрыве друг от друга — например, классическая связка — цена / объем продаж. При этом в процессе развития бизнеса может изменяться степень влияния конкретного фактора, его оптимальное, с точки зрения максимизации стоимости, значение — все это должно учитываться для отслеживания ключевых факторов стоимости. При построении эффективной модели управления стоимостью должны учитываться факторы по 4 группам показателей: показатели, отражающие стратегическую эффективность компании; эффективность операционной деятельности; инвестиционной деятельности и финансовой деятельности.



Рис. Факторы стоимости компании

Эффективность операционной деятельности отражает результаты основной деятельности компании по увеличению продаж, снижению издержек или повышению производительности.

Эффективность инвестиционной деятельности отражает эффективность инвестиционных проектов, осуществляемых компанией. Под инвестиционными проектами в данном случае понимаются любые проекты, связанные с инвестированием денежных средств в реальные активы на срок более 1 года.

Эффективность финансовой деятельности. Данная группа показателей отражает эффективность работы компании по привлечению различных источников финансирования, размещению свободных денежных средств на фондовом рынке и управлению оборотным капиталом.

Внедрение системы управления стоимостью невозможно без определения нефинансовых факторов стоимости. Финансовые показатели отражают исключительно результаты деятельности компании, однако не раскрывают пути их достижения. Кроме того, с помощью одних лишь финансовых показателей невозможно проконтролировать эффективность инвестирования в нематериальные активы (бренд, репутация, персонал), между тем именно от них во многом зависит успех компании на рынке. Воздействие на, те или иные факторы осуществляется в соответствии с конкретными стратегиями развития предприятия (бизнеса): операционными, инвестиционными,

Корпоративные финансы

финансовыми.

С точки зрения управления стоимостью важно выстроить всю систему факторов, воздействуя на которые можно добиваться роста стоимости.

3 этап — разработка стратегий увеличения стоимости компании. Данный этап связан с разработкой системы совокупных показателей деятельности компании.

Для определения стратегий по увеличению стоимости на основе определения стоимости бизнеса предлагается разработать «сценарную модель деятельности предприятия», благодаря которой можно определить, как решения повлияют на стоимостную величину компании.

Модель строится на основе двух показателей: коэффициента ликвидности и коэффициента соотношения цены бизнеса к чистым активам компании. Показатель соотношения стоимости бизнеса к чистым активам (Ц/ЧА) позволяет проследить тенденцию развития предприятия, показывает, насколько эффективно управление предприятием, отражает финансовую привлекательность деятельности компании. При грамотном управлении и реализации финансовых и стратегических действий стоимость бизнеса должна превышать величину чистых активов. Таким образом, коэффициент Ц/ЧА должен быть больше единицы (граничное значение единицы). Для оценки платежеспособности предприятия применяют коэффициент текущей ликвидности. Коэффициент текущей ликвидности определяется как отношение фактической стоимости находящихся в наличии оборотных активов, в том числе запасов, готовой продукции, денежных средств, дебиторских задолженностей, незавершенного производства и т. д., к краткосрочным пассивам (обязательствам).

Коэффициент текущей ликвидности применяется для оценки способности предприятия выполнять свои краткосрочные обязательства. Коэффициенты ликвидности характеризуют платежеспособность предприятия не только на данный момент, но и в случае чрезвычайных обстоятельств. Нормативное значение для коэффициента текущей ликвидности — от 1 до 2, а значение меньше единицы говорит о возможной утрате платежеспособности, а значение больше четырех — о недостаточной активности использования заемных средств и, как следствие, меньшем значении рентабельности собственного капитала. Следует отметить, что нормативный коэффициент ликвидности будет зависеть от отрасли, в которой предприятие осуществляет свою деятельность.

На рис. представлена матрица, на которой по оси Y отображается коэффициент соотношения цены бизнеса к чистым активам предприятия, по оси X — коэффициент текущей ликвидности.

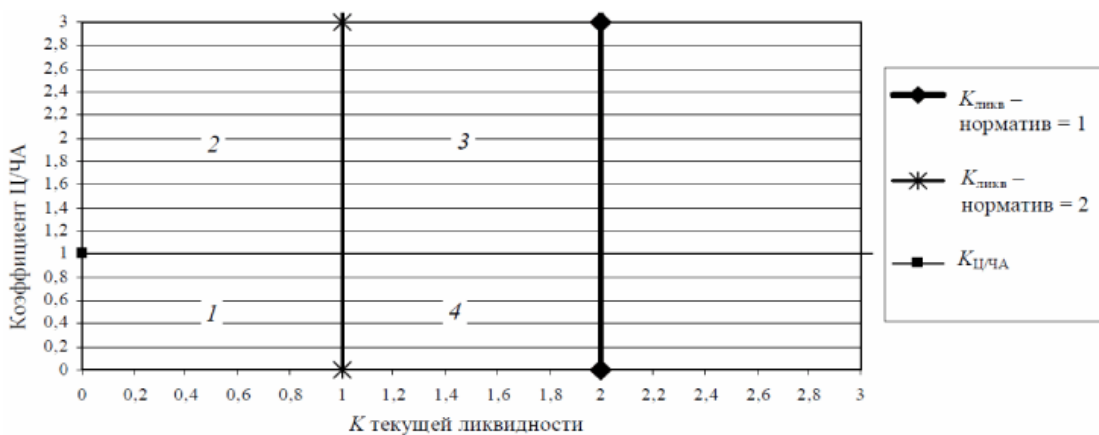


Рис. Матрица зависимости коэффициента стоимости бизнеса к чистым активам предприятия и коэффициента текущей ликвидности

## Корпоративные финансы

В данной матрице введены граничные значения заданных показателей: для коэффициента Ц/ЧА граничное значение 1 (оптимальное значение больше 1), для коэффициента текущей ликвидности от 1 до 2.

Граничные значения показателей разделили область на четыре квадранта. В первом квадрате матрицы коэффициенты ликвидности и соотношение стоимости бизнеса к чистым активам предприятия ниже нормативного значения ( $КЦ/ЧА < 1$ ,  $Кликв < 1$ ).

Такое состояние финансовых дел на предприятии говорит о невозможности для предприятия покрыть свои обязательства, о нестабильности финансовой ситуации на предприятии, отсутствии стратегии стоимостного мышления у руководства компании. Во втором квадрате матрицы коэффициент ликвидности ниже нормативных значений, соотношение Ц/ЧА больше единицы ( $КЦ/ЧА \geq 1$ ,  $Кликв < 1$ ). Несоответствие оптимальному значению коэффициента ликвидности говорит о временной утрате платежеспособности предприятия, но деятельность компании рентабельна. В третьем квадрате матрицы все показатели находятся на оптимальном благоприятном уровне. Нахождение предприятия в данном квадранте говорит о грамотной политике управления компанией с точки зрения стоимостного мышления. Расчетные рамки третьего квадранта  $-КЦ/ЧА \geq 1$ ,  $1 \leq Кликв \leq 2$  говорит о том, что расположение предприятия в данных граничных значениях выгодно и собственникам, и инвесторам, и государственным фискальным структурам, и социуму, оно положительно характеризует предприятие в кредитных учреждениях.

В четвертом квадрате матрицы коэффициент ликвидности удовлетворяет оптимальному значению, Ц/ЧА ниже единицы ( $КЦ/ЧА < 1$ ,  $1 \leq Кликв \leq 2$ ). Политика руководства в данном случае позволяет сохранять текущую платежеспособность предприятия, но не учитывает повышение стоимости бизнеса. Используя предлагаемую матрицу, руководители могут оперативно принимать решения, которые позволят эффективно управлять предприятиями на основе определения стоимости бизнеса.

4 этап — анализ вклада подразделений в стоимость компании. На данном этапе следует учитывать, что оценка стоимости бизнеса охватывает все предприятия, принадлежащие субъекту предпринимательской деятельности (их может быть несколько) со всей совокупностью лежащих на нем прав и обязательств, с учетом имеющихся разрешений и лицензий. Одновременно необходимо выделять в качестве «бизнеса» отдельные направления деятельности компании, т.е. бизнес-линии или бизнес-единицы. Это означает, что предприятие обладает совокупностью нескольких бизнесов. В целях адекватной оценки вклада тех или иных товарных групп в стоимость компании, следует рассматривать различные подразделения как бизнес-единицы. Процесс разделения предприятия на бизнес-единицы называется сегментацией. Различают два основных подхода к сегментации. — сегментация по типу потребителя (основана на характеристиках потребителя); — сегментация по типу профессиональных навыков (основана на знаниях, опыте и технологиях, необходимых предприятию для осуществления своей деятельности). В последующем для каждой бизнес-единицы определяются решающие факторы стоимости и анализируются результаты их хозяйственной деятельности. Основная цель данного этапа — выявить бизнес-единицы, «создающие» и «разрушающие» стоимость.

5 этап — периодическая оценка. Информация о результатах деятельности компании, рассматриваемая сквозь призму системы управления стоимостью через определенные промежутки времени. Для периодического сопоставления достигнутых результатов с целевыми индикаторами следует составить строгий календарный план анализа эффективности. В соответствии с этим графиком проводятся собрания, на которых

Корпоративные финансы

оцениваются и обсуждаются результаты предпринимаемых усилий, а также происходит поиск новых путей повышения эффективности.

На рис. изображена модель системы управления стоимостью компании с учетом всех вышеперечисленных особенностей.

Следует помнить, что внедрение системы управления в существующую модель управления компанией невозможно без подготовленных кадров, способных, как самостоятельно выполнять расчеты, так и своевременно доводить оперативную информацию до соответствующих руководящих звеньев структуры управления. Построение системы управления стоимостью не следует рассматривать как определенный инвестиционный проект, имеющий определенные критерии достижения результатов. Указанная система должна быть самой динамичной подсистемой в составе системы управления предприятием, отражая ее соответствие стратегическим целям деятельности и состоянию внешней конкурентной среды, а также неразрывно связанной с процессом оценки бизнеса и отдельных его элементов.

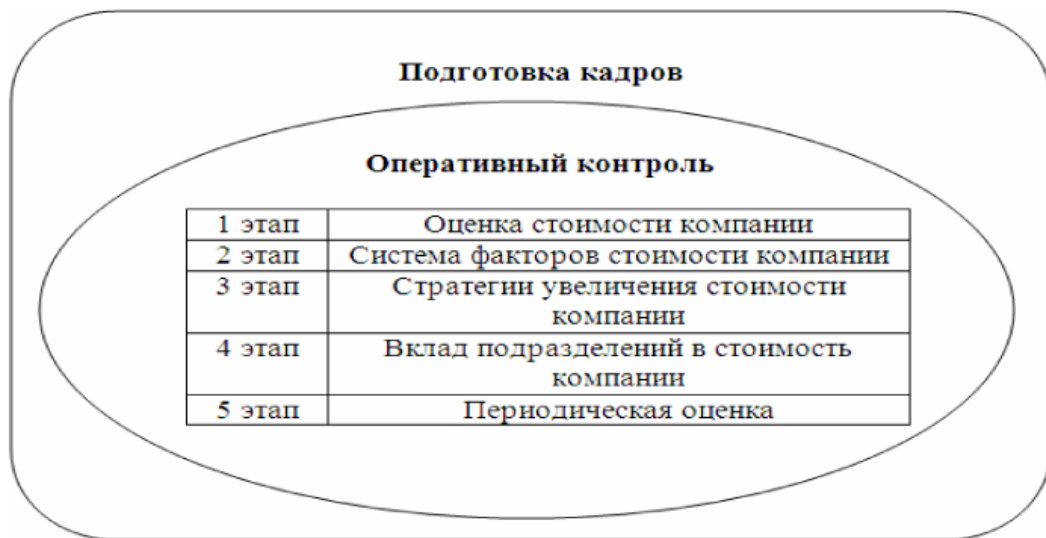


Рис. Система управления стоимостью компании

**3.3 Дивидендная политика организации**

*Дивиденды* представляют собой денежный доход акционеров. Схему распределения прибыли отчетного периода, упрощенно, можно представить следующим образом: часть прибыли выплачивается в виде дивидендов, а оставшаяся часть прибыли реинвестируется в активы предприятия. Реинвестированная часть прибыли является внутренним источником финансирования деятельности предприятия. Реинвестирование прибыли – более приемлемая и относительно дешевая форма финансирования предприятия, расширяющего свою деятельность. Реинвестирование прибыли позволяет избежать дополнительных расходов, которые имеют место при выпуске новых акций.

*Дивидендная политика* представляет собой упорядоченную систему принципов и подходов, которыми руководствуются собственники компании при определении той доли имущества организации, которую они считают целесообразным распределить в виде дивидендов по окончании очередного отчетного периода.

Дивидендная политика определяет размер привлекаемых предприятием внешних источников финансирования, и, одновременно, определяет долю средств, отвлекаемых от реинвестирования для выплаты дивидендов. При прочих равных условиях чем большая часть прибыли расходуется на выплату дивидендов, тем меньше средств может быть реинвестированной в компанию, тем медленнее темпы ее роста и тем медленнее и проблематичнее рост курсовой стоимости ее акций.

## Корпоративные финансы

Инвесторы обычно выбирают компанию, дивидендная политика которой в наибольшей степени соответствует их целям инвестирования. Поэтому изменение дивидендной политики может вызвать большее неудовлетворение акционеров, чем низкий уровень дивидендов. Таким образом, стабильность дивидендной политики является одним из наиболее важных факторов, который влияет на отношение инвесторов к компании.

Так как основной задачей организации является увеличение ее стоимости, то от политики выплат владельцам капитала, основу которой традиционно составляла дивидендная политика, зависит, насколько динамика развития компании отражает изменение благосостояния ее собственников.

Подходы к формированию дивидендной политики:

**1. Консервативный подход - выделяют** следующие варианты типов дивидендной политики:

- **политика выплаты дивидендов по остаточному принципу** - объем выплаты дивидендов формируется после удовлетворения за счет прибыли потребностей в формировании собственных финансовых ресурсов, которые обеспечивают максимально потребность в реализации инвестиционных проектов. Преимуществом такой политики будет являться формирование устойчивого темпа роста экономики организации, а также повышение ее финансовой устойчивости.

Недостаток же этой политики заключается в нестабильности размеров дивидендных выплат. Такая дивидендная политика используется обычно лишь на ранних стадиях жизненного цикла организации, связанных с высоким уровнем его инвестиционной активности.

- **политика постоянного размера выплаты дивидендов** предполагает выплату постоянной суммы на протяжении длительного периода времени, но в условиях высоких темпов инфляции сумма дивидендов индексируется на процент инфляции. Как правило, размер выплат устанавливается на достаточно низком уровне, что позволяет минимизировать риски снижения финансовой устойчивости.

Недостатком политики является ее слабая связь с финансовыми результатами деятельности организации, так как в периоды низкого финансового результата инвестиционная деятельность может быть сведена к нулю.

**2. Умеренный (компромиссный) подход - политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды** - представляет собой наиболее взвешенный тип. Преимуществом является стабильная гарантированная выплата дивидендов в минимально предусмотренном размере (как в предыдущем случае) при высокой связи с финансовыми результатами деятельности организации, позволяющей увеличивать размер дивидендов в периоды благоприятной хозяйственной конъюнктуры, не снижая при этом уровень инвестиционной активности. Основным недостатком политики заключается в том, что при продолжительной выплате минимальных размеров дивидендов, инвестиционная привлекательность акций компании снижается и соответственно падает их рыночная стоимость.

**3. Агрессивный подход** - предусматривает стабильное возрастание уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Возрастание дивидендов при осуществлении такой политики происходит, как правило, в твердо установленном проценте прироста к их размеру в предшествующем периоде (на этом принципе построена „Модель Гордона“, определяющая рыночную стоимость акций таких компаний). Преимуществом политики является обеспечение высокой рыночной стоимости акций компании и формирование положительного ее имиджа у потенциальных инвесторов при дополнительных эмиссиях. Недостатком политики является отсутствие гибкости в ее проведении и постоянное возрастание финансовой напряженности, если темп роста коэффициента дивидендных выплат возрастает (т.е. если фонд дивидендных выплат растет быстрее, чем сумма прибыли) Инвестиционная активность организации сокращается, а коэффициенты финансовой устойчивости снижаются (при прочих равных

## Корпоративные финансы

условиях). Поэтому осуществление такой дивидендной политики могут позволить себе лишь реально процветающие акционерные компании. Если же эта политика не подкреплена постоянным ростом прибыли компании, то она представляет собой верный путь к ее банкротству.

3.4 В современных экономических условиях компаниям необходимо искать эффективные методы для развития, повышения конкурентоспособности, роста рентабельности и стоимости. На сегодняшний день одним из таких методов является **стратегия слияния и поглощения**.

Слияния и поглощения компаний является одним из самых распространенных путей развития, к которому прибегают большинство даже самых успешных компаний. Слияния и поглощения являются неотъемлемыми процессами современных рыночных отношений. Сделками по слияниям и поглощениям называют сделки, которые сопровождаются переходом прав собственности и контроля над компанией от прежних акционеров к новым. Одним из отличительных признаков сделок по слиянию и поглощению является увеличение масштабов бизнеса нового собственника. В настоящее время возникает необходимость в процессах слияния и поглощения для обеспечения роста бизнеса, так как в последние годы резко возрос уровень конкуренции в большинстве сфер деятельности. Слияния и поглощения компаний можно рассматривать в качестве одного из самого важного механизма обеспечения конкурентоспособности фирм. Владельцы частного бизнеса также признают тот факт, что в условиях постоянно меняющегося рынка, роста конкуренции хорошо продуманные и удачно осуществленные транзакции по международным слияниям и поглощениям могут значительно увеличить стоимость их бизнеса.

Одним из мотивов слияний и поглощений компаний является стремление к получению дополнительных производственных и финансовых ресурсов, необходимых для расширения производства продукции и проникновения на новые рынки, а также доступ к новым технологиям.

Самым основным мотивом слияний и поглощений он называет рост бизнеса. Рост — один из фундаментальных мотивов сделок слияний и поглощений. «Компании, стремящиеся к расширению, стоят перед выбором между внутренним ростом и ростом через слияния и поглощения». Внутренний рост компании занимает больше времени. Конкурентные факторы также могут приводить к его неэффективности: пока компания занята внутренним расширением, конкуренты могут увеличить свою долю рынка. Процесс слияний и поглощений способствует более эффективному распределению и использованию ресурсов. Благодаря процессам слияний и поглощений собственность оказывается в руках наиболее эффективных собственников. Конечно же, есть компании-покупатели, для которых целью является устранение конкурента через его покупку и последующее закрытие производства.

Выявление мотивов слияний и поглощений очень важно, так как в них отражаются причины, по которым две или несколько компаний, объединившись, стоят дороже, чем по отдельности. Одной из форм поглощения может выступать присоединение поглощаемой компании к компании покупателю. В результате поглощаемая компания прекращает свое существование. Примером такой сделки является поглощение компанией Coca-Cola компании Мултон. Наиболее внятный мотив сделок по слиянию и поглощению со стороны компании-покупателя — это повышение стоимости компании за счет расширения бизнеса. При этом могут решаться самые разнообразные задачи: устранение конкурента, выход за счет поглощаемой компании на новые рынки, диверсификация



## Корпоративные финансы

бизнеса и уменьшение хозяйственных рисков, отмывание доходов, восстановление государственного контроля в отрасли.

К числу причин проведения сделок по слиянию и поглощению относится также стремление компании — покупателя получить синергетический эффект. Невзирая на оптимистические оценки, многочисленные исследования процессов слияний и поглощений свидетельствует о том, что большинство слияний и поглощений не достигает поставленных целей. Многие ученые, аналитики и консультанты сомневаются в целесообразности и эффективности слияний и поглощений. По данным аналитиков в 70 % случаев сделки по поглощению оцениваются как посредственные. Ожидаемый синергетический эффект наблюдается только в 23 % сделок.

Первая причина заключается в том, что любая сделка по поглощению является достаточно затратным мероприятием, также причинами недостаточной синергии могут стать: разные стратегии компании; культурные и социальные различия компаний; плохо организованная интеграция компаний; некачественное предынвестиционное исследование; завышение реальной стоимости компании. Еще одной причиной низкой эффективности сделок по поглощению являются часто завышенные ожидания масштаба синергии. Примером подобной сделки считается приобретение компанией Sony киностудии Columbia Pictures. Сделка проводилась с целью увеличения объема продаж видеовоспроизводящей продукции фирмы Sony формата Betamax. Sony, выпустившая видеомэгнитофон формата Betamax, столкнулась с плохим продвижением продукта на рынке в условиях жесткой конкуренции со стороны основного производителя видеомэгнитофонов формата VNS — корпорации Matsushita. Sony видела решение проблемы с продвижением своего видеомэгнитофона в выпуске продукции, воспроизводимой на этом оборудовании. Способом решения этой проблемы Sony избрала поглощение киностудии Columbia Pictures, которое обошлось ей в 1989 г. в 6 млрд. долл. Корпорация Sony не только не получила ожидаемой синергии от роста доходов, но к 1994 г. была вынуждена зафиксировать убытки в размере 3.2 млрд. долл. 61 % всех слияний и поглощений компаний не окупает вложенных в них средств. А исследование 300 слияний, происшедших за последние 10 лет, показало, что 57 % компаний, образовавшихся в результате слияния или поглощения, отстают по показателям своего развития от других аналогичных представителей данного рынка и вынуждены вновь разделяться на самостоятельные корпоративные единицы.

Эксперты обычно указывают три причины неудачи слияний и поглощений: неверная оценка поглощающей компанией привлекательности рынка или конкурентной позиции поглощаемой компании; недооценка размера инвестиций, необходимых для осуществления сделки по слиянию или поглощению компании; ошибки, допущенные в процессе реализации сделки по слиянию. Очень часто недооцениваются необходимые инвестиции для осуществления сделки по слиянию или поглощению. Ошибки в оценке стоимости будущей сделки могут быть очень внушительными. Так, например, при поглощении BMW компании Rover приблизительная стоимость последней составляла 800 млн. фунтов, а необходимые в последующие пять лет после слияния инвестиции — 3,5 млрд. Многие слияния, которые казались экономически обоснованными, потерпели неудачу из-за ошибок, допущенных в процессе их осуществления. Иногда менеджеры не могут справиться с трудностями, связанные с интегрированием двух компаний с различными особенностями производственного процесса, бухгалтерского учета, корпоративной культуры.

## Корпоративные финансы

Ценность многих компаний напрямую зависит от таких активов, как человеческие ресурсы, а именно профессионализм менеджеров, квалификация рабочих, инженеров, исследователей.

Аналитические исследования показывают интересные результаты: оказывается выгоднее продавать компанию, чем приобретать чужую. В большинстве случаев акционеры компаний, которые выступали продавцами в сделках по слиянию или поглощению, получили весьма существенные выгоды, а акционеры поглощающей компании выигрывали гораздо меньше.

Для того чтобы добиться ожидаемого эффекта от проведения сделки по слиянию и поглощению, необходимо соблюдать определенные правила: проводить сделку следует только в том случае, если в результате компания покупатель улучшит свои рыночные позиции; полученные в результате сделки экономия на расходах и рост доходов должны превышать затраты сделки; избранная стратегия слияний и поглощений должна разрабатываться с учетом конкурентной стратегии корпорации. Также необходимо уметь предвидеть проблемы и результаты принимаемых решений. Автоматически эффект синергии не появляется никогда. Надо тщательно искать, подбирать и планировать источники синергии. Многие компании, планируя подобные сделки, не осознают, что необходимо прилагать дополнительные усилия для того, чтобы достичь эффекта синергии, и, чтобы суметь его сохранить.

Для того чтобы слияние и поглощение прошло успешно, необходимо: правильно выбрать организационную форму сделки; обеспечить четкое соответствие сделки антимонопольному законодательству; иметь достаточно финансовых ресурсов для объединения; в случае слияния быстро и мирно решить вопрос «кто главный»; максимально быстро включить в процесс слияния не только высший, но и средний управленческий персонал. Ведущие рейтинговые агентства отмечают, что в последнее время мировой рынок слияний и поглощений динамично развивается, объемы, и стоимость сделок растут.

Важно отметить, что Россия является безоговорочным лидером по уровню и динамике интернациональных процессов среди стран Восточной и Центральной Европы в течение последних 5 лет. Для российских компаний характерен горизонтальный тип слияний. Объем рынка слияний и поглощений в России постоянно растет. Так в стоимостном выражении объем сделок за 2012 г. составил 130 млрд. долл., для сравнения в 2005 г. составлял 70 млрд. долл., однако уже в 2013 г составил 103 млрд. долл., здесь надо отметить, что 2012 г. был рекордным для российского рынка слияния и поглощения, благодаря приобретению Роснефтью компании ТНК-ВР за \$56 млрд.

Стоит отметить, что растет, не только объем сделок, но и их сложность. Практика показывает, что рост бизнеса за счет слияний и поглощений позволил многим компаниям превратиться в лидеров своих отраслей, дав возможность в большей мере использовать свои конкурентные преимущества.

В нашей стране существуют отрасли, структура которых сформировалась в результате волн слияний и поглощений — нефтяная промышленность, металлургия, мобильные операторы, пивная индустрия и другие отрасли. Объединяясь с иностранным партнером, российские компании преследуют несколько целей. Прежде всего, это получение доступа к более дешевым источникам финансирования, которые необходимы для дальнейшего роста и развития бизнеса. Кроме того, иностранные компании обладают большим опытом управления и повышения эффективности бизнеса, что может быть полезно и интересно для российских предприятий. Слияния и поглощения являются эффективным внешним

## Корпоративные финансы

инструментом реструктуризации компании, благодаря которому компания обеспечивает соответствие своей деятельности выбранной концепции развития.

Слияния и поглощения обладают целым рядом преимуществ по сравнению с внутренними методами корпоративного развития. Эффект от проведения слияний и поглощений носит, скорее долгосрочный характер, поэтому важным моментом является приоритет долгосрочных ориентиров развития над стремлением извлечения краткосрочных выгод, который должен соблюдаться руководством сливающихся компаний.

Основной проблемой при проведении подобных процедур является достижение эффективности слияния и поглощения, имеющей место только при увеличении благосостояния акционеров и достижении конкурентных преимуществ. Глобализация подталкивает компании к укрупнению. Глобализация, а также увеличение конкуренции являются факторами, которые вынуждают компании искать новые инвестиционные возможности, и максимально эффективно использовать все имеющиеся ресурсы, активно разрабатывая стратегии противодействия конкурентам. Зачастую слияния и поглощения являются одним из основных способов, позволяющих добиться данных целей. Также слияния и поглощения выступают важным инструментом вхождения российских компаний в мировое хозяйство. Иностранные компании приобретают целиком или частично действующие российские компании, привнося в них новый уровень менеджмента и технологий. Российские компании также все чаще используют слияния и поглощения для интеграции на зарубежные рынки. Кроме того, в тех случаях, когда единственной реальной альтернативой для национальной компании является ее банкротство и закрытие, слияние или поглощение может сыграть роль «спасательного круга» и на начальном этапе реализации данной стратегии, способствовать сохранению рабочих мест. При этом следует учитывать и оценивать все связанные с этими решениями позитивные и негативные стороны, а именно, когда речь идет об эффективности, росте производства, распределении дохода, доступе к рынкам или о различных задачах неэкономического характера. Чаще всего очень сложно заранее оценить возможные изменения, вызванные слиянием или поглощением. Также результаты множества исследований по измерению чистого эффекта уже произведенных слияний и поглощений дают очень противоречивые, зачастую абсолютно противоположные, выводы. Выбор стратегии интеграции, форм и методов объединения и реструктуризации зависит от структуры рынка, инвестиционных целей участников сделок и многие другие обстоятельства. Чтобы обеспечить выгодность сделок слияния и поглощения, требуется тщательный анализ изменения конкурентной среды, технологий, последствий ответов конкурентов. Анализ выгодности должен основываться на доходности инвестиций, прогнозируемости бизнеса, и не поменять это целью достижения полного контроля. Слияния и поглощения — весьма удобная форма инвестиций для компаний, желающих укрепить свои конкурентные позиции на мировом рынке путем приобретения тех бизнес-единиц, которые вписываются в их стратегические планы, соответствующие внутренним конкурентным потребностям каждой конкретной компании. Для подобных компаний владение активами, принадлежащими другой фирме, такими как техническая компетентность, известная марка, развитые сбытовая и снабженческая сеть, может означать немедленный и значительный рост прибылей, увеличение доли на рынке и, в конечном итоге упрочнение конкурентных преимуществ.

## ЛЕКЦИЯ №4

### 4. ФИНАНСОВЫЕ ИНВЕСТИЦИИ КОРПОРАЦИИ

#### 4.1 Типы портфелей ценных бумаг

#### 4.2 Риски, характерные для портфельных инвестиций и способы их минимизации

4.1 Портфельная стратегия корпорации-инвестора предполагает включение в фондовый портфель большого количества видов (типов) ценных бумаг различных эмитентов. Данная стратегия в целом определяется общими направлениями развития фондового рынка. В условиях активизации финансовых сделок на вторичном (биржевом) рынке формирование портфелей ценных бумаг представляет интерес для многих инвесторов, заинтересованных выгодно разместить свободные денежные средства.

Фондовый (инвестиционный) портфель — это совокупность финансовых инструментов, принадлежащих инвестору на праве собственности, с различными сроками погашения, неодинаковой ликвидностью, доходностью и уровнем финансового риска. При оптимальном сочетании составляющих портфель элементов (ценных бумаг) его владелец может получить ожидаемый доход при минимальном уровне риска.

Фондовый портфель образуют на основе диверсификации вложений капитала. Это означает, что чем больше видов (типов) ценных бумаг включено в портфель, тем более весомый доход в общем объеме приносит рост курсовой стоимости одного из них.

Классификация портфелей в зависимости от целевого характера:

- с односторонним целевым характером;
- с сбалансированным характером (если в портфеле находятся финансовые инструменты, приобретенные для решения различных задач, и его содержимое сбалансировано в отношении целей, которых придерживается инвестор;
- с бессистемным характером (если приобретение ценных бумаг на фондовом рынке России осуществляют хаотично, без ясно выраженной цели). В данном случае риски портфеля особенно велики.

Портфель может содержать ценные бумаги одного вида, а также изменять свой состав и структуру путем замещения (ротации) одних финансовых инструментов другими. С учетом характерных особенностей ценных бумаг инвестор формирует свой фондовый портфель, соблюдая баланс между существующим риском и доходностью за каждый период.

Тип портфеля — это обобщенная характеристика с позиций задач его формирования или видов ценных бумаг, входящих в портфель. На практике часто применяют следующую классификацию: портфели роста; дохода; рискованного капитала; сбалансированные; стабильного капитала и дохода; краткосрочных и долгосрочных ценных бумаг с фиксированным доходом; региональные и отраслевые.

Портфель роста ориентирован на акции, быстро растущие на рынке по курсовой стоимости. Цель подобного портфеля — увеличение капитала инвестора. Поэтому владельцу портфеля дивиденды в текущем периоде выплачиваются в небольшом объеме. В данный портфель могут входить акции молодых, быстро растущих компаний. Инвестиции в такой портфель являются достаточно рискованными, но могут принести высокий доход в будущем.

Портфель дохода ориентирован на получение высоких текущих доходов в форме дивидендных и процентных выплат. В данный портфель включают акции, приносящие высокий текущий доход, но имеющие умеренный рост курсовой стоимости, а также облигации, для которых характерны весомые текущие выплаты процентов. Особенность портфеля этого типа — ориентация на получение высокого текущего дохода

## Корпоративные финансы

при минимальном уровне риска, приемлемого для консервативного инвестора. Поэтому объектами такого портфельного инвестирования являются корпоративные ценные бумаги самых надежных акционерных компаний, работающих в топливно-энергетическом и металлургическом комплексах, в сфере связи и других приоритетных отраслях хозяйства.

Портфель рискованного капитала состоит из ценных бумаг компаний, которые внедряют новые технологии и продукты, требующие больших единовременных затрат на научно-исследовательские разработки, но предлагают высокий доход в ближайшей перспективе.

Сбалансированный портфель включает ценные бумаги с различными сроками обращения. Цель такого портфеля — обеспечить регулярные поступления денежных средств по различным финансовым инструментам с допустимым уровнем риска. Данный портфель обычно состоит из ценных бумаг с быстро растущей курсовой стоимостью и высокодоходных финансовых инструментов. Инвестор определяет соотношение между ними самостоятельно, исходя из своего отношения к риску. В состав такого портфеля включают, как правило, обыкновенные и привилегированные акции, корпоративные и государственные облигации. В зависимости от деловой ситуации на фондовом рынке в те или иные финансовые инструменты вкладывают значительную часть своих денежных средств умеренные инвесторы.

Портфель роста и дохода формируют для того, чтобы избежать возможных потерь на фондовом рынке — как от падения курсовой стоимости ценных бумаг, так и от низких дивидендных и процентных выплат по ним. Одна часть финансовых инструментов дает рост курсовой стоимости финансовых активов, а другая часть — весомый доход. Потеря одной части может быть компенсирована увеличением другой.

Портфель краткосрочных ценных бумаг формируют исключительно из высоколиквидных их видов, которые могут быть быстро реализованы. В России подобные ценные бумаги практически отсутствуют. В США к ним относят казначейские векселя федерального правительства.

Портфель долгосрочных ценных бумаг с фиксированным доходом ориентирован на долгосрочные облигации со сроком обращения свыше 5 лет. В него могут включаться акции других акционерных компаний. Формирование специализированного портфеля означает вложение средств в специальные финансовые инструменты срочного рынка (опционы и фьючерсы).

Региональные и отраслевые портфели включают ценные бумаги, выпускаемые отдельными субъектами и местными органами власти (облигации субфедеральных и муниципальных займов), а также частными компаниями, либо ценные бумаги корпораций, участвующих в данной отрасли экономики и обеспечивающих высокую доходность по ним.

Следует подчеркнуть, что инвесторы в РФ чаще всего используют первые два типа портфеля, так как они менее рискованны при выборе инвестиционной стратегии.

По соотношению дохода и риска выделяют следующие виды портфелей:

1. Портфель агрессивного инвестора. Его задача — получение значительного дохода при высоком уровне риска (выбирают ценные бумаги, курс которых существенно изменяется в результате краткосрочных вложений для получения высокого дивидендного или процентного дохода). Данный портфель в целом высокодоходный, но очень рискованный.

2. Портфель умеренного инвестора. Позволяет при заданном уровне риска получить приемлемый доход. Такой портфель предусматривает длительное вложение капитала и его рост. В портфеле преобладают эмиссионные ценные бумаги крупных и средних, но надежных эмитентов с продолжительной рыночной историей.

## Корпоративные финансы

3. Портфель консервативного инвестора. Он предусматривает минимальные риски при использовании надежных ценных бумаг, но с медленным ростом курсовой стоимости. Гарантии получения дохода сомнения не вызывают, но сроки его получения различны. В таком портфеле преобладают государственные ценные бумаги, акции и облигации крупных и надежных эмитентов.

4. Портфель неэффективного инвестора. Подобный портфель не имеет четко определенных целей и обладает низким уровнем риска и дохода. В портфеле преобладают произвольно подобранные финансовые инструменты. Наиболее предпочтительным из них является портфель, обеспечивающий оптимальное соотношение между риском и доходом, что отвечает конкретным интересам его владельца (портфельного инвестора).

Портфельные инвестиции непосредственно связаны с формированием фондового портфеля, который должен удовлетворять требования инвесторов в части доходности, ликвидности и безопасности входящих в него ценных бумаг. Чтобы добиться реализации данного условия на практике целесообразно соблюдать ряд базовых принципов:

1. Принцип обеспечения реализации инвестиционной стратегии. Он определяет соответствие между целями стратегии акционерной компании на финансовом рынке и ее инвестиционным портфелем. Необходимость такой увязки вызывается преемственностью краткосрочного и долгосрочного прогнозирования инвестиционной деятельности. При этом задачи краткосрочного планирования состава и структуры портфеля подчиняют долгосрочным стратегическим целям.

2. Принцип обеспечения соответствия портфеля инвестиционным ресурсам, т. е. денежным средствам, которые можно вложить в фондовый портфель. Данный принцип предполагает сохранение финансовой устойчивости и платежеспособности корпорации. Реализация данного принципа на практике определяет ограниченность включаемых в портфель финансовых инструментов рамками возможного их финансирования.

3. Принцип оптимизации соотношения доходности и риска определяет пропорции между данными параметрами исходя из приоритетных целей инвестора. Реализация этого принципа достигается путем диверсификации объектов инвестирования.

4. Принцип оптимизации доходности и ликвидности выражает необходимые соотношения между данными параметрами. Данный принцип должен учитывать обеспечение финансового равновесия и платежеспособности акционерного общества в краткосрочном периоде.

5. Принцип обеспечения управляемости фондовым портфелем. Он определяет ограниченность отбираемых в портфель финансовых инструментов возможностями имеющихся у инвестора денежных ресурсов. При их недостаточной эффективности целесообразно реинвестировать вложенные денежные средства в более доходные виды финансовых активов.

Формирование фондового портфеля акционерного общества с учетом указанных принципов осуществляют в следующей логической последовательности:

А) конкретизация целей инвестиционной стратегии с учетом конъюнктуры фондового рынка и финансовых возможностей инвестора;

Б) определение текущих (локальных) целей;

В) оптимизация пропорций портфеля по основным видам входящих в него финансовых инструментов;

Г) планирование вариантов портфеля путем отбора наиболее эффективных финансовых активов и выбор наиболее приемлемого из них;

Д) диверсификация выбранного (окончательного) варианта портфеля;

Е) оценка доходности, ликвидности и риска портфеля;

Ж) выбор схемы дальнейшего управления портфелем, включая его мониторинг.

## Корпоративные финансы

Разработаны минимальные стандарты, показывающие порог безопасности и, следовательно, способность акционерных компаний выполнять финансовые обязательства перед инвесторами и кредиторами.

Стандартными показателями являются:

- обеспечение процентных платежей за счет полученной прибыли (процентное покрытие);
- способность корпорации погасить свои долговые обязательства;
- отношение долга к акционерному капиталу и чистым активам;
- обеспечение долга активами;
- объективная оценка платежеспособности.

Определив инвестиционные качества ценных бумаг, инвестор обязан оценить такие факторы, как: соотношение между рыночной ценой и доходностью; пригодность финансового инструмента для достижения целей портфеля; выгода от конвертируемости корпоративных облигаций в обыкновенные акции; налоговый аспект предстоящей покупки; возможные изменения ставки ссудного процента; темпы инфляции в стране и др.

После приобретения финансовых инструментов целесообразно осуществлять мониторинг своего фондового портфеля и изучение рейтинга компаний-эмитентов, прибегая к услугам специальных рейтинговых агентств.

*Концептуальный подход к управлению портфелем ценных бумаг акционерного общества.* В условиях становления отечественного фондового рынка важно определить концепцию управления портфелем ценных бумаг акционерного общества. Общество может привлекать денежные средства за счет:

А) эмиссии собственных ценных бумаг (пассивные операции) с целью увеличения акционерного капитала,

Б) вкладывать привлеченные средства в высокодоходные активы (активные операции) с целью получения дополнительной прибыли. Если вложения в ценные бумаги и привлеченные с их помощью денежные средства составляют множество позиций и включают ряд партнеров акционерного общества (корпорации), то возникает проблема объединения финансовых инструментов в единое целое — фондовый портфель (аналог: портфель ценных бумаг, портфель финансовых активов, инвестиционный портфель и т. д.).

Он представляет собой набор фондовых инструментов, выбираемый в расчете на достижение одной или нескольких целей (общей цели) владельца портфеля. Эффективный портфель (англ.- efficient portfolio) — это такой портфель, который обеспечивает инвестору максимально возможный уровень доходности при заданном уровне риска или минимальный риск при требуемой норме доходности.

Портфель ценных бумаг конкретного инвестора на финансовом рынке представляет собой своеобразный продукт. Его продажа целиком или долями удовлетворяет потребности владельца в денежных средствах. Управление портфелем — это формирование оптимального набора финансовых инструментов, их анализ и оценка, а также изменение состава и структуры портфеля в соответствии с фактической динамикой тех или иных финансовых активов. Например, если доходность, риск или стоимость вложений не соответствуют целям или ожиданиям инвестора, портфель должен быть реформирован, что означает продажу одних финансовых инструментов и приобретение на вырученные средства других. В портфель могут входить ценные бумаги одного (обыкновенные акции) или нескольких типов (привилегированные акции, государственные и корпоративные облигации, депозитные сертификаты, векселя, залоговые свидетельства, страховой полис и др.).

## Корпоративные финансы

При портфельных инвестициях не ставят задачу прямого и непосредственного управления объектом вложения денежных средств.

Цель портфельных инвестиций (в отличие от реальных):

- получение дополнительного дохода от формируемых ими денежных потоков (в форме дивидендов и процентов),
- получение дохода от роста курсовой стоимости включенных в портфель эмиссионных ценных бумаг.

В процессе портфельного инвестирования владелец портфеля может достичь желаемой цели за счет диверсификации рисков. Реальные инвестиции (капиталовложения), наоборот, связаны с концентрацией инвестиционных рисков на одном или нескольких объектах. Портфель должен быть доходным, ликвидным и безопасным.

Под безопасностью портфельных инвестиций понимают способы страхования от возможных рисков и стабильность получения дохода. Безопасности достигают, как правило, в ущерб доходности и росту вложений. Под ликвидностью подразумевают способность финансового инструмента быстро трансформироваться в денежные средства для приобретения товаров и услуг.

Цель формирования и управления портфелем сводится к поиску такого распределения инвестируемого капитала между финансовыми активами, чтобы по истечении срока жизни портфеля его возможная доходность была максимальной. Следовательно, портфельные инвестиции позволяют улучшить условия инвестирования на рынке капитала, придав совокупности финансовых инструментов такие качества, которые недостижимы с позиции отдельно взятой ценной бумаги и возможны только при их комбинации. Только в процессе формирования и управления портфелем достигается новое инвестиционное качество ценных бумаг с необходимыми инвестору параметрами. Ключевая цель инвестора — обеспечить оптимальное соотношение между риском и доходом на протяжении всего срока владения портфелем.

Процедура управления фондовым портфелем предполагает:

- фундаментальный и технический анализ фондового рынка;
- отбор ценных бумаг, включаемых в инвестиционный портфель;
- финансовый анализ его состава и структуры по общепринятым критериям;
- регулирование содержания фондового портфеля для достижения поставленных перед ним целей при сохранении минимальных затрат по его созданию;
- реинвестирование высвобождающихся денежных средств от продажи неэффективных финансовых инструментов.

Цели портфельного инвестирования можно сформулировать следующим образом:

- получение оптимального дохода (в форме дивиденда, процента, дисконта);
- сохранение акционерного капитала;
- обеспечение прироста капитала на основе увеличения курсовой стоимости ценных бумаг (акций).

Требования к формированию и управлению портфелем ценных бумаг :

1) выбор оптимального типа портфеля из двух возможных вариантов:

а) портфель, ориентированный на первоочередное получение дохода за счет выплаты дивидендов и процентов;

б) портфель, ориентированный на преимущественный прирост курсовой стоимости входящих в него финансовых инструментов (акций).

2) установление наиболее выгодного сочетания риска и дохода. Уровень риска может быть измерен с помощью бета - коэффициента, дисперсии, среднего квадратического отклонения, коэффициента вариации и другими статистическими методами. Учитывается



## Корпоративные финансы

общее правило фондового рынка: чем выше потенциальный риск ценной бумаги, тем весомее доход, который она должна приносить владельцу, и наоборот.

3) ликвидность портфеля рассматривают с двух позиций:

- как способность быстрой трансформации всего портфеля или его части в денежные средства (с минимальными затратами на реализацию ценных бумаг);
- как способность акционерной компании (корпорации) своевременно погашать свои обязательства перед кредиторами, которые участвовали в формировании портфеля (например, перед владельцами облигаций).

4) определение первоначального состава портфеля и его возможного изменения с учетом деловой ситуации, сложившейся на рынке ценных бумаг (спроса и предложения на финансовые инструменты, уровня цен на них и конкуренции).

С учетом структуры фондового портфеля инвестор может быть агрессивным или консервативным. Умеренный инвестор занимает промежуточное положение. Агрессивный инвестор стремится получить от своих вложений максимальный доход, поэтому приобретает акции промышленных акционерных компаний. Консервативный инвестор приобретает главным образом государственные облигации и краткосрочные ценные бумаги, имеющие небольшую степень риска, но приносящие невысокий доход

В процессе инвестиционной деятельности могут изменяться цели вкладчика, что приводит к необходимости корректировки состава и структуры портфеля. Обновление портфеля заключается в пересмотре соотношения между доходностью и риском входящих в него финансовых активов. При решении вопроса о реструктуризации инвестиционного портфеля одновременно рассматривают возможность реинвестирования высвобождаемого капитала. В случае приобретения ценных бумаг одного эмитента инвестору целесообразно исходить из принципа финансового левеиджа, который выражает соотношение между корпоративными облигациями, с одной стороны, и привилегированными и обыкновенными акциями — с другой. Финансовый левеидж (рычаг) определяют по формуле:

$$\text{ФЛ} = [K0 / (Па + Оа)] \times 100,$$

где ФЛ — финансовый левеидж, %;

К0 — сумма эмиссии корпоративных облигаций;

Па — сумма выпуска привилегированных акций;

Оа — сумма эмиссии обыкновенных акций.

Финансовый левеидж служит измерителем финансовой стабильности акционерной компании, что отражается на уровне доходности ее собственного капитала через величину чистой прибыли. Высокий уровень данного показателя (свыше 59%) опасен для акционерного общества, так как приводит к его финансовой нестабильности. Это связано с тем, что проценты по облигационным займам выплачивают из прибыли до налогообложения (их показывают в составе прочих расходов), а дивиденды по акциям из чистой прибыли — после налогообложения. Чрезмерная выплата процентов по облигационным займам понижает не только налогооблагаемую, но и чистую прибыль акционерного общества-эмитента. Не случайно Федеральным законом «Об акционерных обществах» введено ограничение на выпуск облигаций:

- выпуск возможен после полной оплаты уставного капитала,
- номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не может превышать размер уставного капитала и (или) величину обеспечения, предоставленного третьими лицами для цели их выпуска,

## Корпоративные финансы

- при отсутствии обеспечения, предоставленного третьими лицами, выпуск облигаций допускается не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения годовой бухгалтерской отчетности за два завершенных финансовых года.

При управлении портфелем корпоративных облигаций инвестор преследует две основные цели:

- А) поддержание необходимой ликвидности,
- Б) получение процентного дохода.

Предполагается, что весь портфель облигаций достаточно надежен, поэтому управление им состоит в поддержании оптимального соотношения между «короткими» (обеспечивающими ликвидность) и «длинными» (предлагающими весомый доход) облигациями.

Для минимизации процентных рисков банки-инвесторы образуют иммунизированные портфели, дюрация которых соответствует дюрации определенной группы их пассивов. Дюрация (англ. duration — продолжительность) — это средневзвешенный срок до погашения финансового инструмента. Математически она представляет собой сумму отрезков времени, по истечении которых осуществляют непогашенные платежи по финансовому активу. Весовыми единицами являются доли приведенной к текущему моменту времени стоимости соответствующих платежей в общей приведенной стоимости данного актива.

Ключевые параметры управления фондовым портфелем с позиции выбора краткосрочных и долгосрочных ценных бумаг с различными сроками погашения:

- 1) кривая доходности
- 2) дюрация.

Основной методом снижения риска потерь инвестора - диверсификация портфеля, т. е. приобретение различных видов (типов) ценных бумаг для включения их в инвестиционный портфель. Минимизации финансового риска достигают за счет того, что фондовый портфель формируют из ценных бумаг широкого круга эмитентов разных отраслей национального хозяйства.

4.2 Основу для принятия инвестиционных решений составляет соизмерение возможных потерь с предполагаемой выгодой (доходом) от инвестиций. Инвестор вкладывает свободные денежные средства в финансовые инструменты с целью получения определенного дохода в абсолютном выражении.

Доходность — относительный показатель, измеряемый отношением полученного дохода (в форме дивидендов и процентов) к вложенному в финансовые активы капиталу. Инвестора интересует также будущий доход и оценка риска вложений в ценные бумаги. Риск оценивают интуитивно, допуская вероятность отклонения величины дохода от ожидаемого значения. Практика работы на фондовом рынке выработала следующее условие: чем выше предполагаемый доход, тем больше риск, связанный с приобретением тех или иных финансовых инструментов.

По уровню финансовых потерь выделяют три вида риска:

1. Допустимый финансовый риск, денежные потери при котором не превышают расчетной величины прибыли от владения инвестиционным портфелем.
2. Критический финансовый риск, потери при котором не превышают расчетной величины дохода по инвестиционному портфелю.
3. Катастрофический финансовый риск, потери при котором характеризуются полной или частичной утратой капитала (как собственного, так и заемного), что неизбежно приводит к банкротству инвестора

По совокупности изучаемых ценных бумаг риски классифицируют на:

## Корпоративные финансы

1) индивидуальный финансовый риск, присущий отдельным видам финансовых инструментов;

2) портфельный риск, характерный для совокупности ценных бумаг, объединенных в инвестиционный портфель.

На конечный финансовый результат от инвестиционной деятельности влияет множество случайных факторов макро- и микроэкономического характера. Поэтому при осуществлении портфельных инвестиций следует в первую очередь снижать риски, зависящие от инвестора. Они могут быть связаны с недостаточной квалификацией финансовых менеджеров, их склонностью выбирать излишне рисковые портфельные стратегии, неэффективной структурой капитала и другими субъективными причинами.

Финансовую сделку считают рискованной, если ее эффективность (доходность) не полностью известна инвестору в момент ее заключения. Неопределенность эффективности и, следовательно, рискованность — свойство любой сделки по купле-продаже ценных бумаг.

Для измерения последствий действий инвестора в условиях неопределенности используют коэффициент финансового риска (КФР):

$$\text{КФР} = У/\text{ФИ},$$

где  $У$  — максимально допустимая сумма убытка;  $\text{ФИ}$  — сумма финансовых инвестиций, направляемых на формирование портфеля ценных бумаг.

Данный коэффициент выражает уровень риска, ведущего к банкротству инвестора. Риск приемлем, если коэффициент финансового риска не превышает 0,2 (или 20%). Риск внушает опасения, если данный коэффициент  $> 0,2$ , но  $< 0,6$ . При значении коэффициента более 0,6 имеются опасения ожидать банкротства инвестора.

Каждый финансовый инструмент, входящий в портфель, имеет неодинаковый уровень риска, поэтому для его измерения используют специальные статистические приемы (дисперсию, среднее квадратическое отклонение, коэффициент вариации и др.) .Риск фондового портфеля инвестора включает в себя многие виды локальных рисков. . Систематический риск обусловлен макроэкономической ситуацией в стране, уровнем деловой активности на финансовом рынке (страновой - экономический, политический; риск законодательных изменений; валютный риск; инфляционный) . Он не связан с конкретными ценными бумагами, является недиверсифицируемым и непонижаемым. Это общий риск совокупности вложений в финансовые инструменты. Анализ систематического риска сводится к вопросу, стоит ли вообще иметь дело с портфельными инвестициями, не выгоднее ли вложить свободные денежные средства инвестора в реальные активы.

К несистематическим рискам относят риск ликвидности, процентный риск, риск недобросовестного проведения операций на фондовом рынке.

Несистематический риск считают диверсифицируемым. Он объединяет (агрегирует) все виды рисков, связанных с конкретными ценными бумагами и эмитентами. Данный риск может быть понижен за счет подбора и включения в портфель менее рискованных финансовых инструментов со среднерыночным уровнем доходности.

Участники фондового рынка в России несут риски:

- как эмитенты ценных бумаг (процентный, временной, риск ликвидности, риск законодательных изменений, капитальный риск, риск неисполнения обязательств эмитента перед владельцем его ценных бумаг и др) ;

### Корпоративные финансы

- как инвесторы ( селективный, кредитный, информационный, отраслевой, операционный, риск ликвидности и пр);
- по операциям с ценными бумагами по поручению клиентов в качестве андеррайтеров, если они выступают в роли дилера на данном рынке.

Способы минимизирования влияния финансового риска:

- диверсификация инвестиционного портфеля;
- сбор и обработка представительной информации о предмете сделки с ценными бумагами;
- самострахование (создание финансовых резервов для возмещения возможных убытков);
- страхование операций с ценными бумагами;
- хеджирование — страхование от неблагоприятного изменения цен путем заключения контрактов, предусматривающих поставку ценных бумаг в будущем по фиксированным ценам (опционных и фьючерсных контрактов);
- операции СВОП — финансовые сделки по обмену между двумя субъектами рынка финансовыми активами или обязательствами с целью улучшения структуры фондового портфеля, снижения риска и затрат по его формированию;
- избежание риска — отказ от особо рискованных финансовых сделок;
- лимитирование концентрации риска и др.

Корпоративные финансы

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Нормативные акты

1. Гражданский кодекс РФ. Часть I, от 30.11.1994 № 51-ФЗ.
2. Налоговый кодекс РФ. Часть первая от 31.07.1998 № 146-ФЗ.
3. Налоговый кодекс РФ. Часть вторая от 05.08.2000 № 117-ФЗ
4. Федеральный закон «О бухгалтерском учете» от 06.12.2011 г. № 402-ФЗ.
5. Федеральный закон от 08.02.98 N 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».
6. Федеральный закон «Об аудиторской деятельности» от 30 декабря 2008 года № 307-ФЗ
7. Федеральный Закон от 24 июля 2009 года N 212-ФЗ «О страховых взносах в Пенсионный фонд РФ, фонд социального страхования РФ, Федеральный фонд обязательного медицинского страхования и территориальные фонды обязательного медицинского страхования».
8. Федеральный Закон от 22 декабря 2005 года N 179-ФЗ « О страховых тарифах на обязательное социальное страхование от несчастных случаев на производстве и профессиональных заболеваний на 2006».
9. Федеральный закон " О Счетной палате Российской Федерации" от 05.04.2013 г № 41-ФЗ
10. Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 26.10.2002 № 127-ФЗ.
11. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 №208-ФЗ.
12. Федеральный закон «О производственных кооперативах» от 08.05.1996 № 41-ФЗ.
13. Федеральный Закон «О лизинге» от 29.10.1998 г. № 164-ФЗ.
14. Федеральный Закон Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ.
15. Положение по бухгалтерскому учету «Доходы организации» ПБУ 9/99 (утв. Приказом Минфина РФ от 06.05.99 г. № 32н).
16. Положение по бухгалтерскому учету «Расходы организации» ПБУ 10/99 (утв. Приказом Минфина РФ от 06.05.99 г. № 33н).
17. О формах бухгалтерской отчетности. Приказ Минфина РФ от 02.07.10 г. № 66н.

Основная литература

1. Корпоративные финансы: учебник / коллектив авторов; под ред. М.А. Эскиндарова, М. А. Фдотовой. – М.: КНОРУС, 2016 – 480 с.
2. Брусов П. Н. Финансовый менеджмент. Математические основы. Краткосрочная финансовая политика: учеб. пособие / П. Н. Брусов, Т. В. Филатова. - 2-е изд., стер. - М. : Кнорус, 2013. - 304с.
3. Финансовый менеджмент: Учебник / Под ред. Е.И.Шохина — М.: Кнорус, 2012.
4. Финансовый менеджмент: Учебник / Под ред. И.Я.Лукаевича — М.: Национальное образование, 2013. – 768 с.
5. Корпоративные финансы: Учебник для вузов. / Под ред. МВ. Романовского, А. И. Вострокнутовой - М. : Питер, 2014. - 592 с.
6. Корпоративные финансы: учеб. пособие / Н. В. Никитина, В. В. Янов. - 2-е изд., стер. - М. : Кнорус, 2014. - 512с.
7. Корпоративные финансы / Под ред. Т.В. Теплова М.: Издательство Юрайт, 2015 – 655 с.
8. Корпоративные финансы. Бочаров В.В. , Леонтьев В.Е. Учебное пособие. М.:Юрайт, 2015. – 592 с.
9. Барулин, С. В. Финансы: учебник / С. В. Барулин. - 2-е изд., стер. - М. : Кнорус, 2014. - 640с.

Корпоративные финансы

10. Деева, А. И. Финансы и кредит: учеб. пособие / А. И. Деева. - М. : Кнорус, 2014. - 534с.
11. Философова, Т. Г. Конкуренция. Инновации. Конкурентоспособность [Текст] : учеб. пособие / Под ред. Т.Г. Философовой. - 2-е изд., перераб. и доп. - М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2013. - 295с.
12. Финансы: учебник / Под ред. Е.В. Маркиной. - М. : Кнорус, 2014. - 432с. - (Бакалавриат)
13. Финансы, деньги, кредит, банки: учебник / Под ред. Т.М. Ковалевой. - М. : Кнорус, 2014. - 256с.
14. Хасбулатов, Р. И. Международные финансы: учебник / Р. И. Хасбулатов. - М. : Юрайт, 2014. - 567с. - (Магистр)
15. Янов, В. В. Деньги, кредит, банки: учеб. пособие / В. В. Янов, И. Ю. Бубнова. - М. : Кнорус, 2014. - 424с.
16. Финансы. Учебник для бакалавров / Под ред. Романовского М.В., Врублевской О.В. М.: Издательство Юрайт, 2013 – 559 с.
17. Финансы. Учебник для бакалавров. Жилкина А.Н., Ковалева А.М. 6-е изд., пер. и доп. М.: Юрайт, 2013. – 443 с.
18. Финансы. Учебник. / Под ред. Грязновой А.Г., Маркиной Е.В. - М.: Финансы и статистика, 2-е изд., 2012г.
19. Финансы организаций (предприятий): Учебник / М.Г. Лапуста, Т.Ю. Мазурина, Л.Г. Скамай. - 1-е изд., испр. - (Высшее образование), (Гриф). ИНФРА- М, 2011 г. – 575 с
20. Подъяблонская Л. М. Финансы: Учебник для студентов вузов. М.: ЮНИТИ- ДАНА, 2013 г.
21. Финансовый менеджмент: Учебник / Под ред. Е.И. Шохина — М.: Кнорус, 2012.

Дополнительная литература

1. Финансы. Учебник / Под ред. Поляка Г.Б.- М.: ЮНИТИ ДАНА, 2015.
2. Финансы. Учебник. / Под ред. Ковалева В. В.- М., 3-е изд., 2013г.
3. Финансы и кредит. Учебник для бакалавров / Под ред. Романовского М.В., Белоглазовой Г.Н. М.: Издательство Юрайт, 2015 – 609 с.
4. Ефимова О.В. Финансовый анализ. — М.: Омега-Л, 2010.
5. Ковалев В.В. Управление денежными потоками прибылью и рентабельностью: Учебно-практическое пособие — М.: Проспект, 2008.
6. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: Учебник, - 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Эксмо, 2010.
7. Хруцкий В.Е., Гамаюнов В.В. Внутрифирменное бюджетирование. — М.: Финансы и статистика, 2008.

Периодические издания

1. Корпоративные финансы
2. Управление корпоративными финансами
3. Финансовый менеджмент
4. Финансы
5. Справочник экономиста
6. Финанс
7. Эксперт

Ресурсы информационно – телекоммуникационной сети «Интернет»

1. [www.cfin.ru](http://www.cfin.ru) — Корпоративный менеджмент
2. [www.finman.ru](http://www.finman.ru) — Финансовый менеджмент, журнал
3. [www.gaap.ru](http://www.gaap.ru) — Теория и практика финансового и управленческого учета

### Корпоративные финансы

4. [www.gks.ru](http://www.gks.ru) — Росстат РФ
5. [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru) — Справочная правовая система «Консультант Плюс»
6. [www.garant.ru](http://www.garant.ru) — Справочная правовая система «Гарант»
7. [http:// www.minfin.ru](http://www.minfin.ru) – Официальный сайт Минфина РФ
8. <http://www.government.ru/>- официальный сайт Правительства РФ
9. <http://ru.wikipedia.org/> - свободная энциклопедия
10. [www.nalog.ru](http://www.nalog.ru) - официальный сайт Федеральной налоговой службы
11. [www.roskazna.ru](http://www.roskazna.ru) - Официальный сайт Федерального казначейства (службы)
12. [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru) - официальный сайт Центрального банка РФ
13. Интернет-ресурсы Финансового университета.
14. [www. vkrutikov. Ru](http://www.vkrutikov.ru)- Сайт профессора Крутикова В.К. (разделы «Статьи», «Пособия», «Монографии»).