

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ  
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
«САМАРСКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ имени академика С.П. КОРОЛЕВА»  
(Самарский университет)

*И.А. КАЛУЖСКИХ*

МЕХАНИЗМЫ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ  
ДОЛГОСРОЧНЫМИ АКТИВАМИ  
И КАПИТАЛОМ КОРПОРАЦИИ

Рекомендовано редакционно-издательским советом федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Самарский национальный исследовательский университет имени академика С.П. Королева» в качестве учебного пособия для студентов, обучающихся по программам высшего образования по направлениям 38.03.01 Экономика, 38.03.02 Менеджмент

САМАРА  
Издательство Самарского университета  
2016

УДК 658.15(075)  
ББК 826я7  
К 176

Рецензенты: д-р экон. наук, проф. Г. М. Гришанов  
канд. экон. наук, доц. Е. А. Кукольников

*Калужских, Ирина Аркадьевна*

К 176 **Механизмы финансового управления долгосрочными активами и капиталом корпорации:** учеб. пособие / И.А. Калужских. – Самара: Изд-во Самарского университета, 2016. – 72 с.

**ISBN 978-5-7883-1094-7**

Учебное пособие содержит теоретические и практические вопросы, касающиеся механизмов финансового управления. Рассмотрены понятие и цели финансового управления, механизмы управления прибылью, рисками предприятия. Представлены процедура анализа финансового состояния, требования к отчету об оценке, рассматриваются особенности применения премий и скидок при оценке бизнеса в определенных целях.

Каждый раздел учебного пособия содержит контрольные и тестовые вопросы для проверки усвоения знаний, пример решения задач, а также задания для самостоятельной работы.

Предназначено для студентов вузов, обучающихся по направлениям подготовки 38.03.01 Экономика, 38.03.02 Менеджмент, может быть полезна слушателям высших экономических школ, проходящих профессиональную переподготовку.

УДК 658.15(075)  
ББК 826я7

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	4
1. МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ.....	6
1.1. Основы управления дебиторской задолженностью.....	
1.2. Инвестиционные методы. Оценка допустимых объемов инвестиций в дебиторскую задолженность.....	11
1.3. Методы инкассации и рефинансирования дебиторской задолженности.....	14
Задания для практического занятия.....	20
Задания для самостоятельной работы.....	21
2. МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ ВЫПЛАТОЙ ДИВИДЕНДОВ.....	24
Задания для практического занятия.....	30
Задания для самостоятельной работы.....	32
3. МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ РЕАЛЬНЫМИ ИНВЕСТИЦИЯМИ.....	34
3.1. Понятие инвестиционного проекта.....	34
3.2. Классификация инвестиционных проектов.....	36
3.3. Этапы реализации инвестиционного проекта.....	42
3.4. Бизнес-планирование инвестиционного проекта методики, структура.....	45
3.5. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов.....	48
Задания для практического занятия.....	59
Задания для самостоятельной работы.....	61
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	68
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ.....	69

## ВВЕДЕНИЕ

Хозяйствующие субъекты в условиях российского налогового климата и высокой инфляции могут иметь индивидуальные цели, различные интересы в вопросах регулирования массы и динамики прибыли, роста имущества акционеров, дивидендной политики, курсовой стоимости акций, оптимизации способов финансирования, стратегии роста, рационального заимствования, сочетания доходности и риска.

Эти и многие другие аспекты финансовой деятельности предприятия поддаются управлению с помощью универсальных механизмов, наработанных мировой рыночной цивилизацией и объединенных в науке финансового менеджмента.

Поэтому изучение механизмов финансового управления, а именно знания в области моделей и методов финансового управления, умение использовать необходимые инструменты, навыки в области разработки управленческих решений, выбора оптимального варианта, оценки рисков, является одной из ключевой составляющих квалифицированного специалиста в области управления финансами корпорации.

Процесс изучения дисциплины направлен на формирование следующих компетенций:

- способности использовать основные методы финансового менеджмента для стоимостной оценки активов, управления оборотным капиталом, принятия решений по финансированию, формированию дивидендной политики и структуре капитала (ПК-11);
- способности оценивать влияние инвестиционных решений и решений по финансированию на рост ценности (стоимости) компании (ПК-12);
- умения применять количественные и качественные методы анализа при принятии управленческих решений и строить экономические, финансовые и организационно-управленческие модели (ПК-31);
- способности выбирать математические модели организационных систем, анализировать их адекватность, проводить адаптацию моделей к конкретным задачам управления (ПК-32);
- владения средствами программного обеспечения анализа и количественного моделирования систем управления (ПК-33);
- способности проводить анализ рыночных и специфических рисков, использовать его результаты для принятия управленческих решений (ПК-42);

- способности обосновывать решения в сфере управления оборотным капиталом и выбора источников финансирования (ПК-44);
- владения техниками финансового планирования и прогнозирования (ПК-45);
- понимания роли финансовых рынков и институтов, способности к анализу различных финансовых инструментов (ПК-46).

Таким образом, данное учебное пособие позволяет обучающемуся получить знания и отработать навыки и умения формирования механизмов финансового управления предприятием.

Данное учебное пособие является продолжением учебного пособия Калужских И.А. «Механизмы финансового управления» и содержит изучение таких тем, как механизм управления дебиторской задолженностью, дивидендной политикой и реальными инвестициями организации.

Рекомендовано для студентов, обучающихся по магистерской программе «Финансовый менеджмент».

# 1. МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ

**Дебиторская задолженность** является наиболее динамичной составляющей оборотных активов предприятия, на масштабы и динамику которой может влиять финансовый менеджер. Доля оборотных активов, авансированных в этот актив в 2012 г., составляет, по данным Федеральной службы государственной статистики, от 32 до 63 % в зависимости от отрасли экономики. Это связано с необходимостью конкурировать на рынках сбыта продукции. Предоставляя покупателям выгодные условия покупки производимых товаров и услуг, предприятие создает дебиторскую задолженность. Применение современных механизмов и методов управления дебиторской задолженностью может значительно снизить неэффективность для предприятия ее формирования и поддержания.

## 1.1. Основы управления дебиторской задолженностью

Под *управлением дебиторской задолженностью* понимается система принятия и реализации решений относительно величины дебиторской задолженности, приводящая к оптимизации денежных потоков предприятия при минимизации совокупных затрат по управлению дебиторской задолженностью за определенный период. Элементами этой системы являются факторы, определяющие величину дебиторской задолженности, цели, задачи, принципы, алгоритм, методы и инструменты управления дебиторской задолженностью.

Управление дебиторской задолженностью на многих российских предприятиях оказывается низко эффективным, т. е. часто возникают ситуации, когда предприятие, имея высокую прибыль, не обладает денежными средствами. Поскольку большинство предприятий работает по методу начисления, то при отгрузке товаров прибыль лишь формируется и отражается в финансовой отчетности, но не существует в реальном выражении до того момента, пока соответствующая денежная сумма не поступит на расчетный счет в банке.

Таким образом, *дебиторская задолженность* – это сумма долгов перед предприятием за реализованные им товары, работы, услуги. Однако с точки зрения финансового управления *дебиторскую задолженность следует определять как отложенный во времени потенциально положительный денежный поток (т. е. в настоящее время это определенный запас денег, часть которого при оп-*

*ределенных хозяйствующими субъектами условиях будет вовлечена в реальный оборот в будущем);* кроме того, возникновение дебиторской задолженности невозможно без инвестирования капитала, следовательно, необходимо формировать и использовать для этих целей некий условный денежный фонд на принципах возвратности, срочности и платности.

Таблица 1.1. Классификация дебиторской задолженности по критерию «причина возникновения»

Вид дебиторской задолженности	Причина возникновения дебиторской задолженности
1. Задолженность покупателей «заказчиков	Предоставление покупателям (заказчикам) отсрочки платежа за товары, работы, услуги (коммерческого кредита)
2. Прочая дебиторская задолженность, в том числе	
векселя к получению	Получение обеспечения в счет предоставленного коммерческого кредита
задолженность дочерних и зависимых обществ	Совершение хозяйственных операций с аффилированными лицами
задолженность участников (учредителей) по вкладам в УК	Формирование собственного (уставного) капитала компании
авансы выданные	Предоплата за товары, работы, услуги, поставляемые поставщиками
прочие дебиторы	1. Совершение хозяйственных операций с физическими лицами 2. Переплата (суммы к возмещению) по налогам и сборам 3. Прочие расчеты с юридическими лицами

Следующим часто используемым критерием является «срок задолженности». Согласно ему, дебиторскую задолженность подразделяют на:

- *краткосрочную* дебиторскую задолженность, т. е. задолженность, подлежащую погашению в течение одного года;
- *долгосрочную* дебиторскую задолженность, т. е. задолженность, подлежащую погашению через год или более.

В последнее время в финансовой практике появилось такое понятие, как «*качество дебиторской задолженности*». Как правило, под ним понимают соотношение двух параметров, а именно финансовое состояние дебитора (юридическое или физическое лицо, имеющее долг перед поставщиком за поставленные товары, работы, услуги) и полно-

та, правильность составления пакета документов, подтверждающих факт образования и неоплаты долга этого дебитора на конкретную. Если дебитор не может погасить долг или у предприятия нет документов, подтверждающих наличие дебиторской задолженности, то говорить о наличии запаса потенциально положительного денежного потока невозможно – его нет. Поэтому наиболее важной с точки зрения финансового управления является классификация дебиторской задолженности по критерию «качество задолженности» В этом случае она делится:

- на *текущую* дебиторскую задолженность, т. е. сроки погашения такой задолженности в соответствии с условиями договора еще не наступили;
- *просроченную* дебиторскую задолженность, т. е. долг дебитора остается неоплаченным после наступления срока, установленного договором.

В свою очередь, просроченная дебиторская задолженность подразделяется на *сомнительную* (т. е. не обеспеченную залогом, поручительством, банковской гарантией) и *безнадёжную* задолженность (т. е. нереальную к взысканию задолженность в связи с истечением срока исковой давности (три года) или наступлением какого-либо другого события, установленного гражданским законодательством Российской Федерации).

Рассмотрим основные показатели, используемые при этом, их значение и методики их расчета.

Первый показатель, *доля оборотного капитала*, авансированного в дебиторскую задолженность, позволяет оценить уровень дебиторской задолженности и ее динамику. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$K_1 = \frac{RA}{CC} 100, \quad (1.1)$$

где  $K_1$  – доля оборотного капитала, авансированного в дебиторскую задолженность,  $RA$  – средняя сумма дебиторской задолженности в периоде;  $CC$  – средняя сумма оборотных активов предприятия в периоде.

Показатель *периода обращения* дебиторской задолженности или, как его иногда называют, период инкассации дебиторской задолженности характеризует влияние дебиторской задолженности на финансовый цикл предприятия:

$$K_2 = \frac{RA}{S} T. \quad (1.2)$$



где  $K_2$  – период обращения дебиторской задолженности, дней;  $S$  – объем продаж предприятия за период;  $T$  – продолжительность периода.

*Оборачиваемость дебиторской задолженности (скорость обращения дебиторской задолженности) ( $K_3$ )* показывает, сколько оборотов совершает оборотный капитал, авансированный в дебиторскую задолженность, в течение определенного периода. Рассчитывается этот показатель по формуле:

$$K_3 = \frac{S}{RA}. \quad (1.3)$$

*Коэффициенты доли видов дебиторской задолженности* в общей сумме дебиторской задолженности и срока их возникновения («возраста») позволяют оценить качество дебиторской задолженности. Для расчета этих коэффициентов необходимо предварительно определить суммы дебиторской задолженности, относящиеся к просроченной задолженности, а из них – соответственно суммы безнадежных и сомнительных долгов. Заметим, что получение этих данных является наиболее сложным при расчете рассматриваемых коэффициентов, так как требует развернутого, систематически осуществляемого, аналитического учета со стороны предприятия. Методика расчета коэффициентов проста и понятна:

$$K_4 = \frac{RA_{op}}{RA} 100, \quad (1.4)$$

где  $K_4$  – коэффициент доли вида дебиторской задолженности в общей сумме дебиторской задолженности,  $RA_{op}$  – средняя сумма просроченной, безнадежной или сомнительной задолженности в периоде.

*Средний срок возникновения просроченной, сомнительной или безнадежной задолженности ( $K_5$ )* определяется по методике, аналогичной той, что применяется для определения периода обращения дебиторской задолженности:

$$K_5 = \frac{RA_{op}}{S} T. \quad (1.5)$$

Также на этом этапе реализации алгоритма управления дебиторской задолженностью целесообразно определить *абсолютный* и *относительный эффект* от авансирования капитала в дебиторскую задолженность. Для этого сопоставляют сумму дополнительной прибыли, полученной предприятием за счет увеличения объема продаж путем предоставления отсрочки платежа, с дополнительными расходами на авансирование капитала и обслуживание прироста дебиторской за-

долженности и величиной безнадежных долгов. *Абсолютный эффект* рассчитывается по формуле:

$$K_6 = \Delta EBIT - \Delta C_{RA} - OP, \quad (1.6)$$

где  $K_6$  – абсолютный эффект от авансирования капитала в дебиторскую задолженность;  $\Delta EBIT$  – изменение прибыли, полученной предприятием за счет увеличения объема продаж путем предоставления отсрочки платежа за период;  $\Delta C_{RA}$  – дополнительные расходы на авансирование капитала и обслуживание прироста дебиторской задолженности за период;  $OP$  – средняя величина безнадежных долгов в периоде.

*Относительный эффект от авансирования капитала в дебиторскую задолженность* ( $K_7$ ) позволяет оценить эффективность управления дебиторской задолженностью. Он рассчитывается по формуле:

$$K_7 = \frac{K_6}{RA} 100. \quad (1.7)$$

Рассмотренная система показателей позволяет оценить качество дебиторской задолженности в целом, однако для текущей, каждодневной работы финансового менеджера этих данных недостаточно, так как неясно, на какого именно дебитора необходимо воздействовать. В связи с этим в рамках корпоративных финансов был разработан такой инструмент анализа дебиторской задолженности, как *реестр старения дебиторской задолженности*. В его основе лежит распределение задолженности каждого дебитора по срокам возникновения.

Следующий этап управления дебиторской задолженностью предполагает **выбор инструментария, с помощью которого и будет осуществляться непосредственное управление дебиторской задолженностью**. Современная финансовая наука предлагает множество таких методов и инструментов, и в зависимости от функционального назначения их можно сгруппировать следующим образом:

- инвестиционные методы и инструменты;
- инкассационные методы и инструменты;
- методы и инструменты рефинансирования.

Результаты применения этих методов и инструментов зависят от нескольких факторов: от традиций, сложившихся в конкретной отрасли; степени влияния компании на рынок товаров; достоверности маркетинговой информации; доступности и стоимости финансовых источников; типа выбранной кредитной политики; соотношения себестоимости и цены продукции.

Напомним, что под *методом управления дебиторской задолженностью* понимается совокупность приемов или операций, подчиненных решению конкретных задач, а под *инструментом* – договор или любой регламент, в результате исполнения которого будет изменяться состояние дебиторской задолженности.

Еще одним наиважнейшим этапом управления дебиторской задолженностью является регламентация использования этих методов и инструментов и формирование кредитной политики предприятия.

## **1.2. Инвестиционные методы. Оценка допустимых объемов инвестиций в дебиторскую задолженность**

Определить необходимый объем инвестиций в дебиторскую задолженность позволяют инвестиционные методы и инструменты управления дебиторской задолженностью. На первый взгляд, кажется совершенно излишним тратить ресурсы на определение объемов вложения капитала в дебиторскую задолженность, достаточно определить ее величину. Однако если вспомнить, что величина дебиторской задолженности зависит от количества и цены реализуемого товара, а цена, в свою очередь, – от себестоимости товара, работ, услуг и заложенной нормы прибыли, то становится очевидным, что совершенно не нужно привлекать ресурсы для финансирования той части дебиторской задолженности, которая приходится на прибыль компании. Объем вложений в дебиторскую задолженность всегда меньше величины дебиторской задолженности, отраженной в балансе.

Обратим внимание, что прогнозирование объема вложений в дебиторскую задолженность не тождественно планированию дебиторской задолженности, но инвестиционные методы могут использоваться в обоих случаях.

Финансовая наука предлагает **несколько методов для определения величины инвестиций в дебиторскую задолженность**. Выбор конкретного метода зависит прежде всего от имеющейся информации, ее достоверности и, не в последнюю очередь, от профессионального уровня сотрудников предприятия, их личных предпочтений.

Самыми простыми методами являются метод прямого счета и аналитический метод. Как правило, ими пользуются финансовые менеджеры стабильно функционирующих предприятий. При этом аналитический метод, в отличие от метода прямого счета, позволяет оценить динамику и влияние различных факторов на изменение уровня авансирования капитала в дебиторскую задолженность. Однако в обоих

методах не учитывается временная стоимость денег и рентабельность планируемых вложений. Учесть эти факторы позволяют метод сценариев и модифицированный метод приведенной чистой стоимости, основная сложность применения которого связана с проблемой выбора требуемой нормы доходности. Кратко рассмотрим каждый из методов.

**Метод прямого счета** предполагает, что объем инвестиций в дебиторскую задолженность зависит от себестоимости дневного объема продаж товаров, работ, услуг на условиях отсрочки платежа и срока этой отсрочки. Заметим, при применении этого метода могут использоваться как прогнозные иные, так и данные бухгалтерского учета; в последнем случае предполагается экстраполяция сложившейся тенденции на будущее. Математически метод прямого счета можно представить следующим образом:

$$I_{RA} = \frac{C}{P} \frac{S}{T} t, \quad (1.8)$$

где  $I_{RA}$  – объем инвестиций в дебиторскую задолженность;  $C$  – себестоимость единицы товара, работы, услуги;  $P$  – цена реализации единицы товара, работы, услуги;  $C/P$  – доля себестоимости единицы товара, работы, услуги в цене реализации;  $S$  – нетто-выручка от реализации товаров, работ, услуг на условиях отсрочки платежа за период  $T$ ,  $T$  – период прогнозирования;  $t$  – период отсрочки платежа по товарам, работам, услугам.

**Аналитический метод** предполагает, что для определения объема инвестиций в дебиторскую задолженность следует выполнить три шага. Во-первых, на основе данных бухгалтерского учета необходимо рассчитать фактический объем авансирования оборотного капитала в дебиторскую задолженность в базисном периоде. Во-вторых, выявить спектр факторов, влияющих на объем инвестиций в дебиторскую задолженность; среди них могут быть такие, как объем продаж в кредит в прогнозном периоде и/или инфляционные ожидания. В-третьих, определить объем инвестиций в дебиторскую задолженность путем корректировки фактической величины в базисном периоде на влияние выявленных факторов. Заметим, этот метод может реализовываться на другой информационной базе, например среднеотраслевые значения, данные конкурентов. Математически этот метод может быть представлен следующим образом:

$$I_{RA1} = I_{RA0} \left( 1 + \frac{s_1 - s_0}{s_0} (1 + \pi) \right), \quad (1.9)$$

где  $I_{RA1}$  – объем инвестиций в дебиторскую задолженность в плановом периоде;  $I_{RA0}$  – объем инвестиций в дебиторскую задолженность в базисном периоде;  $S_1$  – объем продаж в плановом периоде;  $S_0$  – объем продаж в базисном периоде;  $\frac{S_1 - S_0}{S_0}$  – изменение объема продаж в кредит в прогнозируемом периоде;  $\pi$  – ожидаемое изменение уровня инфляции.

Следующий *метод «модифицированной приведенной чистой стоимости»* используется финансистами редко, так как считается достаточно трудоемким. Дополнительным фактором, сдерживающим его широкое применение на практике, является проблема выбора требуемой нормы доходности. Она может соответствовать доходности краткосрочных государственных бумаг или банковского депозита на срок, равный периоду прогноза, средневзвешенной стоимости капитала млн стоимости собственного или заемного капитала в зависимости от источника финансирования дебиторской задолженности, рентабельности бизнеса.

В то же время этот метод позволяет принимать решения в области управления дебиторской задолженностью с учетом временной стоимости денег, что особенно необходимо предприятиям с длительным периодом оборачиваемости дебиторской задолженности.

Самым надежным из рассматриваемой группы методов и инструментов управления дебиторской задолженностью является метод сценариев.

Исходной информацией для метода сценариев могут служить фактические значения прибыли и параметров авансирования капитала в дебиторскую задолженность или размер прибыли при осуществлении продаж на условиях полной предоплаты. Для различных сочетаний параметров вложений капитала в дебиторскую задолженность определяются прибыль от изменения объемов продаж, планируется сумма дебиторской задолженности, методом прямого счета определяется объем инвестиций в эту дебиторскую задолженность, а также прямые или альтернативные издержки, вызванные изменением объема инвестиций в дебиторскую задолженность. После этого по результатам сопоставления прибыли от дополнительных объемов продаж с прямыми и/или альтернативными издержками выбирают оптимальное сочетание параметров инвестирования в рассматриваемый актив. Этот метод позволяет решить проблему выбора оптимального периода предоставления коммерческого кредита.

### 1.3. Методы инкассации и рефинансирования дебиторской задолженности

Одной из задач финансовых менеджеров предприятия является возврат денежных средств, инвестированных в дебиторскую задолженность, реализовать которую можно, используя такие группы методов, как инкассационные и рефинансирования.

С помощью инкассационных методов и инструментов обеспечивается своевременность исполнения дебиторами обязательств по предоставленному коммерческому кредиту. Методы же и инструменты рефинансирования дебиторской задолженности позволяют компании, во-первых, досрочно получить денежные средства, инвестированные в дебиторскую задолженность, а во-вторых, передавая дебиторскую задолженность третьим лицам, управлять качеством этого актива.

Перечень методов и инструментов, образующих эти группы, представлен в табл. 1.2.

Таблица 1.2. Классификация методов и инструментов управления дебиторской задолженностью

Группа согласно классификации	Метод	Инструмент
Инвестиционные	1. Метод прямого счета 2. Аналитический метод 3. Модифицированный метод чистой приведенной стоимости 4. Метод сценариев	
Инкассационные	1. Анализ платежеспособности конкретного клиента 2. Метод присвоения и изменения кредитного рейтинга 3. Расчеты размера скидки за ранний платеж	1. Стандарты кредитоспособности 2. Инкассационная политика 3. Система мотивации персонала, участвующего в управлении дебиторской задолженностью
Рефинансирования	Инжиниринг инструментов рефинансирования	1. Страхование 2. Выпуск краткосрочных ценных бумаг 3. Дисконтирование счетов (договор цессии) 4. Договор факторинга; форфейтинг 5. Секьюритизация

Рассмотрим наиболее важные с точки зрения эффективного управления дебиторской задолженностью инкассационные методы и инструменты и методы рефинансирования.

Процедура *анализа платежеспособности* каждого конкретного покупателя начинается со сбора информации, ее анализа и в конечном итоге принятия решения о предоставлении кредита.

В качестве источника информации западные финансисты советуют использовать финансовую отчетность покупателя, рейтинги кредитоспособности и отчеты о кредитных операциях, предоставляемые различными информационными финансовыми агентствами, банковские проверки и собственный опыт компании. К сожалению, для большинства российских организаций в настоящее время доступным является только последний из вышеперечисленных способов получения информации о покупателе. Имея на руках финансовую отчетность претендента, необходимо произвести ее анализ с использованием финансовых коэффициентов.

Кроме анализа финансовой отчетности, финансовому менеджеру следует обязательно исследовать бизнес компании в целом. Это позволит определить качество выпускаемой дебитором продукции, стадию его жизненного цикла, достигнутые и потенциальные позиции на рынке, стратегию компании, тактику достижения целей, отношение к собственным дебиторам. Все это в совокупности позволит определить «добросовестность» потенциального покупателя. Однако для принятия решения, предоставлять коммерческий кредит или нет, полученной в ходе такого анализа информации недостаточно. Предприятию необходимо сформировать критерии оценки платежеспособности и присвоения кредитных рейтингов, что позволит ему поддерживать расходы на управление дебиторской задолженностью на заданном уровне. Для этого целесообразно использовать такой инструмент, как стандарты кредитоспособности.

*Стандарты кредитоспособности* – это документ, регламентирующий требования к уровню кредитоспособности претендента на получение товаров в кредит.

Эффективность инструмента «стандарты кредитоспособности» напрямую зависит от того, насколько четко прописан регламент и как жестко сотрудники его придерживаются. Важно, чтобы эти правила были понятны не только менеджерам предприятия, но и ее клиентам.

В соответствии с *методом расчетов размера скидки* за ранний платеж компания заранее определяет и объявляет величины скидок

при досрочной оплате дебиторского долга. Как правило, компании увязывают получение скидки при досрочной оплате с условиями кредита. На Западе широко распространена формула « $d/n$  нетто  $T$ ». Это означает, что покупатель заплатит на  $d$  % меньше от суммы отгрузки (на величину скидки), если выплата производится в течение  $n$  дней от даты отгрузки. Но покупатель должен заплатить всю сумму полностью, если платеж совершается в течение  $T$  дней. В этом случае он не пользуется предоставленной скидкой.

В основе выбора клиента между возможностью использовать и не использовать скидку, а продавца – предоставлять ее или не предоставлять лежит стоимость денег. Нетрудно понять, что только те покупатели, которые получают относительно высокий процентный доход на свои средства, если они у них есть, могут пойти на то, чтобы не платить раньше. Поэтому, для того чтобы понять, будет ли покупателем принято решение об использовании скидки, размер скидки, указанный в процентах от суммы поставки, пересчитывают в годовую ставку. В то же время скидки, пересчитанные в годовые ставки, могут использоваться как показатель дополнительных расходов на управление дебиторской задолженностью или как стоимость предоставляемого коммерческого кредита.

Для того чтобы перевести величину скидки в годовую ставку, необходимо воспользоваться одной из трех ниже представленных формул:

$$r = \left( \frac{d}{100-d} \right) \left( \frac{365}{T-n} \right) 100, \quad (1.10)$$

где  $r$  – это величина скидки, пересчитанная в годовую ставку, %;  $d$  – величина скидки, процент от суммы поставки;  $T$  – период отсрочки платежа, дней;  $n$  – срок, в течение которого можно воспользоваться скидкой.

Эта формула проста в применении и соответствует схеме простого процента. Интерпретируя полученные результаты, следует ориентироваться на то, что покупатели обладают собственными средствами, а следовательно, воспользуются скидкой, только если доход по их вложениям будет ниже годовой ставки предоставленной скидки.

Для интерпретации формулы предположим, что скидку решила предоставлять своим клиентам компания *Русский камень* на условиях «2/5 полностью 40». Это условие предоставления скидки означает, что если покупатель решит оплатить товар в течение пяти дней с момента его получения, то он сможет воспользоваться скидкой и заплатить на



2 % меньше стоимости, указанной в расчетных документах. Если он предпочтет воспользоваться отсрочкой платежа, то будет обязан заплатить до истечения 40-го дня всю сумму долга по этой поставке. Пересчитаем размер скидки в годовую ставку по представленной выше формуле:

$$r = \left( \frac{2}{100 - 2} \right) \left( \frac{365}{40 - 5} \right) 100 = 21 \%$$

Таким образом, покупатель воспользуется скидкой, если доход по его средствам ниже 21 %.

Второй вариант расчета соответствует схеме сложного процента.

Эту формулу следует использовать при расчете годовых издержек компании на использование такого метода управления дебиторской задолженностью, как скидки, так как она построена на формуле сложных процентов и в полной мере позволяет учесть временную стоимость денег.

Используя данные предыдущего примера, рассчитаем годовую ставку предоставляемой скидки по этой формуле.

Полученный результат означает, что издержки компании *Русский камень* на предоставление скидки 2 % за досрочное погашение дебиторской задолженности составляют 23,5 % от сгенерированного за год в результате досрочной оплаты денежного потока.

Третий вариант расчета в тех же обозначениях:

$$r = \frac{d365}{T} 100. \quad (1.11)$$

Формула проста для понимания и использования, однако не учитывает временную стоимость денег. Согласно ей, покупатель воспользуется коммерческим кредитом (отсрочкой платежа) в том случае, если уровень процентной ставки по краткосрочному банковскому кредиту будет превышать годовую ставку предоставляемой скидки, иначе ему выгоднее оформить кредит и воспользоваться скидкой.

Для компании *Русский камень* годовая ставка предоставляемой скидки по этой формуле составит:

$$r = \frac{2 \cdot 365}{40} 100 = 18,25 \%$$

Таким образом, если покупатель компании *Русский камень* пользуется капиталом, стоимость которого выше, чем 18,25 %, то они вряд ли воспользуются скидкой; отсрочка платежа, предоставляемая компанией *Русский камень*, позволит им снизить расходы на привлечение капитала.

Под *инкассационной политикой* следует понимать комбинацию методов, которую использует компания для своевременного возврата причитающихся платежей. При формировании инкассационной политики важно, чтобы комплекс мероприятий, регулируемый ею, был понятен прежде всего клиентам фирмы. Дебиторы, сталкивающиеся с финансовыми проблемами, всегда будут стремиться отсрочить выполнение платежей компаниям-кредиторам, не имеющим эффективных методов взимания задолженности. В то же время поставщик, решительно настаивающий на исполнении платежей в соответствии с условиями договора и готовый прекратить отправку товара или предпринять реальные меры по взысканию долгов, с большей вероятностью может добиться полной и своевременной оплаты выставленных счетов.

Действенным инструментом при управлении дебиторской задолженностью является *система мотивации персонала*, участвующего в управлении дебиторской задолженностью. Человеческий фактор может играть очень важную роль в управлении дебиторской задолженностью. Этот фактор связан не только с клиентами, но и с сотрудниками компании, например менеджерами по продажам. Чаще всего именно они поддерживают теплые «человеческие» отношения с клиентами. Однако такая дружба иногда приводит к нарушению платежной дисциплины со стороны клиента. Кроме того, часть зарплаты этого персонала зависит от выручки, и, стремясь ее увеличить, менеджеры забывают, что товар нужно не только продать, но и получить за него деньги.

Наиболее распространенными *методами и инструментами рефинансирования* в практике российских финансовых менеджеров являются такие, как цессия, факторинг и выпуск краткосрочных ценных бумаг, например векселей. Обратим внимание, что в 90-е годы прошлого столетия с их помощью был отлажен механизм приобретения контроля над другими предприятиями. Сегодня, когда интересы собственников связаны с расширением производственных мощностей, наращиванием оборотов, стабилизацией денежного потока и ростом капитализации компаний, на первый план выходит проблема рефинансирования не только просроченной дебиторской задолженности, но и текущей. Рассмотрим кратко эти наиболее распространенные инструменты рефинансирования.

**Дисконтирование счетов** предполагает продажу третьему лицу с дисконтом права требования по одному или нескольким счетам.

**Договор факторинга** – уступка дебиторской задолженности финансовому учреждению в обмен на немедленное финансирование и услуги по управлению дебиторской задолженностью конкретных покупателей.

Дисконтирование счетов (более известно как договор цессии) и договор факторинга регламентируются гл. 21 «Перемена лиц в обязательстве» и гл. 43 «Финансирование под уступку денежного требования» Гражданского кодекса РФ.

**Форфейтинг** (экспортный факторинг) аналогичен договору факторинга, но в этом случае возникновение уступаемой дебиторской задолженности в обязательном порядке связано с экспортной операцией.

**Выпуск краткосрочных бумаг** позволяет компаниям произвести заимствования на короткие сроки с помощью инструментов денежного рынка. Например, выпустить в обращение собственные векселя, продать акцептованные банком векселя или аккредитивы и т.д.

Заметим, одним из факторов применения инструментария рефинансирования дебиторской задолженности является прогресс в области развития и совершенствования рыночной инфраструктуры (фондовых рынков, страховых компаний, банковской системы и т. д.). В результате этого прогресса создаются новые финансовые инструменты, в том числе позволяющие экономическим субъектам рефинансировать дебиторскую задолженность, например секьюритизация.

**Секьюритизация** – это финансирование путем превращения активов в высоколиквидные ценные бумаги.

Рассмотрим суть этого инструмента. Предприятие-поставщик осуществляет поставку товаров, работ и услуг покупателям на условии отсрочки платежа, тем самым формируя дебиторскую задолженность. Для ускорения ее инкассации предприятие-поставщик создает новую компанию специального назначения и передает на ее баланс свои активы в виде дебиторской задолженности. Компания специального назначения, в свою очередь, выпускает ценные бумаги, обеспеченные дебиторской задолженностью, и основную часть дохода от их выпуска перечисляет предприятию-поставщику. При этом покупатели дебиторской задолженности исполняют свои обязательства по оплате товаров, работ, услуг в адрес компании специального назначения в сроки, установленные договором.

Таким образом, предприятие-поставщик получает возможность вернуть авансированные в дебиторскую задолженность денежные средства раньше, чем это предусмотрено договорными обязательствами с покупателями. Кроме того, секьюритизация позволяет снизить средневзвешенную стоимость капитала и сохранить денежные потоки в случае банкротства предприятия-поставщика. При этом на фондовом рынке обращаются достаточно надежные в ликвидные ценные бумаги, котировки которых часто выше, чем у ценных бумаг, не обеспеченных ее секьюритизированными активами.

## **Задания для практического занятия**

### *Теоретические вопросы*

1. Дайте определение понятию «дебиторская задолженность».
2. На какие группы делят дебиторскую задолженность?
3. Опишите методы управления дебиторской задолженностью.

### *Задачи для практического занятия*

*Задача 1.1.* Компания имеет объем продаж 100 млн. руб. в год. В среднем оплата за продукцию производится через 4 дня. Новая схема получения оплаты позволит сократить этот срок до 2 дней. Для этого необходимо затрачивать 75 000 руб. в год. Рассчитайте среднюю сумму дебиторской задолженности до и после внедрения системы. Примет ли компания новую систему, если стоимость капитала 10 % в год.

*Задача 1.2.* Фирма имеет объем продаж 73 млн. руб. В среднем задержка платежей составляет 5 дней. Новая схема позволит уменьшить задержку до 3 дней. Рассчитайте среднюю сумму дебиторской задолженности для разных схем. Примет ли компания новую систему, если она стоит 40 тыс. руб. в год и стоимость капитала – 10 % в год.

*Задача 1.3.* Выгодно ли компании расширять кредит на новую группу покупателей, если объем продаж при этом возрастет на 1 млн. руб. в день, безнадежная дебиторская задолженность составит 5 % от объема продаж, средний срок инкассации выручки – 50 дней. Затраты фирмы составляют 80 % объема продаж и доходность – 20 % в год. Необходимо учесть влияние налога на прибыль.

**Задача 1.4.** Выгодно ли фирме предоставлять кредит покупателям, если период оборота дебиторской задолженности составляет 60 дней, безнадежные долги – 2 % и стоимость капитала – 20 % в год. Затраты фирмы составляют 80 % от объема продаж, который равен 100 тыс. руб. в день.

**Задача 1.5.** Компания имеет объем продаж 600 млн. руб. в год и при условии «0/0 – 30» имеет период инкассации 45 дней. Компания может предложить условие «0/0 – 60». После этого период инкассации составляет 75 дней, а объем продаж увеличится на 15 %.

Издержки компании составляют 80 % от продаж. Следует ли компании увеличить срок кредита, если стоимость капитала 20 % годовых, а налог составляет 20 %.

### Задания для самостоятельной работы

**Задача 1.1.** Составьте реестр старения дебиторской задолженности на 01.01 для компании «Пластиковая упаковка». Компания производит флаконы из полимерного сырья под шампуни и реализует их трем компаниям. Условиями договора предусмотрена отсрочка платежа на 20 дней. Дебиторы в целом соблюдают платежную дисциплину, однако компания «Лотос» по декабрьским отгрузкам задержала платежи и предоставила гарантийное письмо, согласно которому она планирует оплатить эти поставки 20.01. Данные об отгрузке товара представлены в таблице.

Наименование дебитора	Дата отгрузки	Сумма долга по товарной накладной, руб. j
Компания <i>Лотос</i>	15.11	70000
Компания <i>Лотос</i>	17.11	65000
Компания <i>Лотос</i>	20.11	60000
Компания <i>Лотос</i>	01.12	75000
Компания <i>Лотос</i>	02.12	55000
Компания <i>Орхидея</i>	03.12	82000
Компания <i>Орхидея</i>	15.12	75000
Компания <i>Орхидея</i>	30.12	50000
Компания <i>Василек</i>	14.12	10000
Компания <i>Василек</i>	18.12	12000

*Задача 1.2.* Верны или неверны следующие утверждения:

- ◆ дебиторская задолженность возникает, если предприятие реализует продукцию на условиях 100 %-ной предоплаты;
- ◆ предприятие с высокой рентабельностью продаж всегда имеет денежные средства на расчетном счете;
- ◆ дебиторская задолженность – это совокупность специфических финансовых отношений по поводу способов и сроков расчетов между поставщиками и покупателями, принимающая форму оборотного актива поставщика – потенциально положительного денежного потока;
- ◆ дебиторская задолженность – это статья активов в бухгалтерском балансе;
- ◆ текущая дебиторская задолженность – это обязательство, не погашенное в установленные договором сроки.

*Задача 1.3.* Определите на основе результатов решения задачи второй группы дебиторов, требующих немедленного реагирования. Какие меры вы предложите для исправления сложившейся ситуации?

*Задача 1.4.* Спрогнозируйте величину дебиторской задолженности на 31.03 для компании «Пластиковая упаковка» с помощью ведомости непогашенных остатков, составленной на основе данных задачи 1.2, при следующем прогнозе объема продаж: январь – 180 тыс. руб., февраль – 200 тыс. руб., март – 340 тыс. руб.

*Задача 1.5.* Обоснуйте выбор учетной политики компанией «Пластиковая упаковка» в условиях дефицита денежных средств, если для предотвращения кассовых разрывов можно реализовать один из следующих вариантов:

- ◆ обратиться в банк за получением кредита под 25 % годовых;
- ◆ учесть пожелания покупателей и изменить условия оплаты с «нетто 20» на «2/5, нетто 20».

*Задача 1.6.* Определите максимально возможную величину скидки при условиях, предусмотренных задачей 1.5.

*Задача 1.7.* Определите, используя данные задачи 1.2, объем инвестиций в дебиторскую задолженность компании «Пластиковая упаковка» в IV квартале, если известно, что рентабельность продаж составляет 30 %.

*Задача 1.8.* Обоснуйте выбор одной из следующих кредитных политик компании «Пластиковая упаковка» на I квартал:

- ◆ увеличить срок предоставления коммерческого кредита с 20 до 3 дней; это позволит привлечь новых клиентов, следовательно,

увеличить объем продаж на 120 тыс. руб. в квартал, однако старые клиенты также перейдут на оплату поставок на 30 дней,

◆ изменить условия оплаты с «нетто 20» на «1/5, нетто 20»; это позволит привлечь новых клиентов и увеличить объем продаж на 50 тыс. руб., однако только 30 % выручки будут инкассироваться досрочно.

В обоих случаях ожидается, что уровень просроченной задолженности составит 0,5 % от выручки. Для решения задачи использовать данные задач 1.2–1.7 и результаты их решения.

## 2. МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ ВЫПЛАТОЙ ДИВИДЕНДОВ

Дивиденд представляет собой часть имущества компании, которую ее собственник может получить по окончании очередного отчетного периода согласно решению высшего органа управления и в соответствии со своей долей в уставном капитале. Дивиденды чаще всего выплачиваются в денежной форме, а в случаях, предусмотренных законом или уставными документами, – иным имуществом (акциями, облигациями и товарами). При определении величины дивидендов прибыль отчетного периода обычно распределяется на два элемента:

а) собственно дивиденды;

б) прибыль, реинвестируемую в деятельность компании с целью поддержания заданных темпов расширения объемов производства и/или внедрения новых инвестиционных проектов.

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

Согласно российскому законодательству в определении дивидендной политики, помимо собственников, принимают участие и руководители предприятия (в данном случае совет директоров, в который обычно входят и нанятые топ-менеджеры). Их участие выражается в следующем: руководство предприятия предлагает собранию акционеров утвердить некоторую схему распределения прибыли за отчетный период, при этом акционеры не имеют права повысить долю прибыли, выплачиваемую в виде дивидендов.

В отношении дивидендов термин «политика» вполне уместен, поскольку принятые в компании подходы в области распределения доходов чаще всего имеют стратегический, а не краткосрочный характер; эти подходы достаточно устойчивы и предсказуемы в том смысле, что они выдерживаются по ключевым параметрам достаточно длительное время. Определенная предсказуемость и стабильность дивидендной политики определяется желанием избежать негативного сигнального эффекта информации, смысл которого состоит в следующем: сведения о резких непредвиденных колебаниях в отношении выплаты дивидендов могут спровоцировать падение рыночной цены акций



компании, за которым практически неизбежно последует ухудшение положения компании на рынке капитала, товаров, услуг.

Как и любое решение финансового характера, дивидендная политика должна способствовать достижению основной цели управления финансами коммерческой организации – максимизации благосостояния акционеров.

Поскольку доход акционеров состоит из двух частей – дивиденды и доход от капитализации, при определении дивидендной политики приходится делать выбор между двумя, на первый взгляд противоречащими друг другу вариантами действий. С одной стороны, дивиденды представляют собой текущий денежный доход акционеров и в определенной степени сигнализируют им о том, что коммерческая организация, в акции которой они вложили свои деньги, работает успешно, т.е. акции представляют собой привлекательный вариант инвестирования. С другой стороны, выплата дивидендов чаще всего предполагает единовременный отток крупных денежных средств, т.е. уменьшение экономического потенциала предприятия, тогда как именно его наращивание в подавляющем большинстве случаев рассматривается как одна из наиболее важных стратегических целей компании.

Кроме того, здесь возникают и проблемы текущего характера, в частности необходимо иметь свободные средства в достаточном объеме, поддерживать требуемые уровни ликвидности и платежеспособности и др.

В большинстве экономически развитых стран источники выплаты дивидендов обычно не сводятся к отчетной прибыли; в этом и состоит смысл вышеприведенного утверждения о том, что в виде дивидендов распределяется не прибыль, а часть имущества компании. Отсюда следует очевидный вывод: и прибыль, и дивиденды имеют свою динамику, причем если прибыль весьма вариабельна, то дивиденды достаточно стабильны.

Более того, дивиденды могут выплачиваться даже в случае убыточной текущей деятельности (естественно, такое не может продолжаться бесконечно). Согласно российскому законодательству дивиденды выплачиваются из чистой прибыли акционерного общества за отчетный год и лишь дивиденды по привилегированным акциям определенных типов могут выплачиваться за счет специально предназначенных для этого фондов общества, т.е. фактически за счет нераспределенной прибыли прошлых лет.

Дивидендная политика оказывает несомненное влияние на операции с ценными бумагами данной компании и на величину ее рыночной капитализации. Обычно акционеры предпочитают получать, а компании выплачивать определенный доход в виде дивидендов. Можно выделить как минимум две причины этого:

- во-первых, любой инвестор желает иметь как можно более быструю отдачу на вложенный им капитал. Руководствуясь принципом осторожности и делая выбор между возможностью получить некоторый доход сегодня и обещанием будущего дохода, возможно и более крупного, но не гарантированного, он отдает предпочтение текущему доходу, может быть, и малому, но гарантированному;

- во-вторых, в силу многих факторов далеко не всегда рядовые акционеры способны оценить стратегическую целесообразность именно такого, а не иного распределения прибыли.

С позиции теории выбор дивидендной политики предполагает решение двух ключевых вопросов:

- во-первых, влияет ли величина дивидендов на изменение совокупного богатства акционеров;

- во-вторых, если да, то какова должна быть оптимальная их величина?

Существуют три подхода в отношении дивидендной политики:

- а) теория Модильяни–Миллера;
- б) теория Гордона–Линтнера;
- в) теория Литценбергера–Рамасвами.

Согласно *первому подходу*, известному как теория иррелевантности дивидендов, дивидендная политика не влияет на ценность компании, иными словами, понятия оптимальной дивидендной политики как фактора повышения рыночной стоимости фирмы не существует в принципе. Поэтому дивиденды целесообразно выплачивать по остаточному принципу, т.е. после того, как профинансированы все заслуживающие внимания инвестиционные проекты. Этот подход разработан с учетом ряда предпосылок, многие из которых носят достаточно условный характер (например, отсутствие налогов, информационная симметрия на рынке капитала, равноценность дивидендного и капитализированного доходов и др.).

В основе *второй теории* лежит принцип «синицы в руках», согласно которому повышение доли прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов, является привлекательным для акционеров и способст-

вует как стабильности ее положения на рынках капитала, товаров и услуг, так и росту ценности компании. В частности, регулярная выплата дивидендов ввиду уменьшения риска неполучения доходов приводит к снижению требуемой акционерами нормы прибыли, т.е. к уменьшению значения  $WACC$  и, следовательно, к повышению рыночной стоимости фирмы.

В основе *третьей теории* заложены имеющиеся во многих странах различия в налогообложении дохода акционеров, получаемого в виде дивидендов, и капитализированного дохода. Поскольку в первом случае нередко ставка налогообложения выше, максимизация благосостояния акционеров достигается при относительно большей доле реинвестированной прибыли. Отчасти этим обстоятельством объясняется достаточная распространенность в странах рыночной экономики методики выплаты дивидендов по остаточному принципу, суть которой состоит в том, что при наличии фондов (источников) прежде всего финансируются приемлемые инвестиционные проекты и лишь оставшаяся неиспользованная часть фондов направляется на выплату дивидендов.

В любой стране выплата дивидендов в известном смысле регулируется определенными нормативными актами (в России основные нормативы – Гражданский кодекс РФ и Федеральный закон «Об акционерных обществах»). Кроме этого, дивидендная политика обычно определяется некоторыми факторами объективного и субъективного характера, среди которых ограничения правового характера, ограничения контрактного характера, ограничения в связи с недостаточной ликвидностью, ограничения в связи с расширением производства, ограничения в связи с интересами акционеров, ограничения рекламно-информационного характера.

В отличие от стран Запада в России возможность и порядок объявления и выплаты дивидендов в гораздо большей степени регулируются законом. Упоминавшееся выше условие – обязательность наличия прибыли по итогам отчетного периода – не является единственным. В частности, акционерное общество не вправе принимать решение о выплате (объявлении) дивидендов, если:

- а) не полностью оплачен уставный капитал общества;
- б) обществом не выкуплены в полном объеме собственные акции, по которым у их владельцев возникло право требовать их выкупа;

в) на момент выплаты дивидендов общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства), определенным правовыми актами РФ, или данные признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов;

г) стоимость чистых активов общества меньше суммарной величины его уставного капитала, резервного фонда (капитала) и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций либо станет меньше этой величины в результате выплаты дивидендов.

В техническом плане процедура объявления и выплаты дивидендов в большинстве стран стандартизована и производится в несколько этапов, определяемых последовательно установленными датами:

- дата объявления дивидендов (в этот день принимается решение о размере дивидендов, датах переписи и выплаты; информация обычно публикуется в прессе);
- экс-дивидендная дата (лица, купившие акции до этой даты, имеют право на дивиденды за истекший период; лица, купившие акции в этот день и позже, такого права не имеют);
- дата переписи (в этот день начинают регистрировать акционеров, имеющих право на получение объявленных дивидендов);
- дата выплаты (в этот день акционеры могут получить свои дивиденды непосредственно в компании либо им высылаются чеки).

В России именно эта процедура действий законодательно не закреплена; тем не менее, некоторые ее этапы прописаны в законе «Об акционерных обществах». В частности, в список лиц, имеющих право на получение промежуточных дивидендов, должны быть включены акционеры и номинальные держатели акций, внесенные в реестр акционеров не позднее чем за 10 дней до принятия советом директоров решения о выплате дивидендов, а в список лиц, имеющих право на получение годовых дивидендов, – акционеры и номинальные держатели акций, внесенные в реестр акционеров на день составления списка лиц, имеющих право участвовать в годовом общем собрании акционеров.

В мировой практике разработан ряд стандартных методик распределения прибыли:

- постоянное процентное распределение прибыли (устанавливается целевое значение доли прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов);

- фиксированные дивидендные выплаты (регулярная выплата дивиденда на акцию в неизменном размере в течение продолжительного времени);
- выплата гарантированного минимума и экстрадивидендов;
- выплата дивидендов по остаточному принципу (дивиденды выплачиваются в последнюю очередь, т.е. после удовлетворения всех обоснованных инвестиционных потребностей компании);
- выплата дивидендов акциями.

При выплате дивидендов акциями его (дивиденда) величина объявляется в процентах к текущей рыночной цене акции. В данном случае оттока денежных средств не будет, произойдет лишь перераспределение балансовых статей в разделе «Собственный капитал»: часть нераспределенной прибыли будет перераспределена между уставным капиталом и эмиссионным доходом. Очевидно, что благосостояние акционеров, равно как и их доли в капитале компании, не изменится, однако рыночная цена акции понизится пропорционально начисленным дивидендам. В отличие от выплаты дивидендов в денежной форме выплата дивидендов акциями более затратоемка; этот метод используют либо в том случае, когда выплата дивидендов крайне желательна, но у компании нет денежных средств, либо в ситуации быстрого роста компании, когда инвестирование прибыли в собственное производство весьма рентабельно.

Поскольку дивидендная политика и курс акций взаимосвязаны, в мировой практике разработаны соответствующие варианты действий, в частности дробление, консолидация и выкуп акций. Хотя цель этих действий может быть различной – повышение рыночной стоимости акций фирмы, достижение целевой структуры капитала, приобретение контроля над компанией и др., однако все они имеют общую черту – влияют на величину ожидаемых дивидендов.

Конверсионная стоимость привилегированной акции ( $P_c$ ):

$$P_c = P_b \times k_c, \quad (2.1)$$

$P_b$  – рыночная цена базисного актива (обыкновенной акции);

$k_c$  – коэффициент конверсии.

Доход на акцию (Earnings per Share, EPS):

$$EPS = \frac{\text{Прибыль за вычетом дивидендов по привилегированным акциям}}{\text{Количество обыкновенных акций}}. \quad (2.2)$$

Ценность акции (Price-earnings ratio, P/E ratio):

$$P/E = \frac{\text{Рыночная цена акции}}{EPS}. \quad (2.3)$$

Дивидендное покрытие (Dividend Cover, DC):

$$DC = \frac{EPS}{DPS}, \quad (2.4)$$

где  $DPS$  – дивиденд на одну обыкновенную акцию.

Показатель «Дивиденд на одну обыкновенную акцию ( $DPS$ )» в оценке брутто (до налогообложения дивидендов) и нетто (после налогообложения за вычетом уплаченного налога):

$$DPS_b = \frac{DPS_n}{(1 - T_d)}, \quad (2.5)$$

где  $DPS_b$  –  $DPS$  в оценке брутто;

$DPS_n$  –  $DPS$  в оценке нетто;

$T_d$  – ставка налога на дивиденды.

Грамотное формирование политики выплаты дивидендов улучшает корпоративное управление предприятием.

## Задания для практического занятия

### *Теоретические вопросы*

1. Дайте определение понятию «дивиденд».
2. Опишите виды дивидендов.
3. Опишите составляющие политики выплаты дивидендов.
4. Опишите подходы к выплате дивидендов.

### *Задачи для практического занятия*

*Задача 2.1.* Акционерное общество выпустило 5 млн. шт. обыкновенных акций. Их рыночная цена – 30 руб. за штуку. Если ежегодная чистая прибыль акционерного общества составляет 25 млн. руб. и размер потребности в инвестициях – 15 млн. руб., то необходимо рассчитать:

- 1) коэффициент дивидендных выплат – долю чистой прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов;
- 2) коэффициент реинвестирования прибыли – долю чистой прибыли, не распределенной в виде дивидендов;

- 3) доход на акцию;
- 4) ценность акции;
- 5) дивидендное покрытие.

*Задача 2.2.* Акционерное общество имеет следующую структуру собственных средств (тыс. руб.):

Обыкновенные акции (цена размещения – 5 руб.)	550
Добавочный капитал	350
Нераспределенная прибыль	250
<b>ИТОГО:</b>	<b>1 150</b>

Определите:

1. Как будет выглядеть структура собственных средств после выплаты 10 % дивидендов акциями, если их рыночная цена 20 руб.
2. Как изменится структура собственных средств при дроблении акций в соотношении  $\frac{1}{2}$ .
3. Какова будет цена акций для ситуаций 1) и 2).

*Задача 2.3.* Акционерное общество собирается выплачивать дивиденды по 31,25 руб. на акцию в течение 5 лет, начиная со следующего года, затем дивиденды снижаются до 20 руб. и будут выплачиваться неопределенно долгое время. Рыночная цена акций – 110 руб.

Предполагая, что теория Миллера–Модильяни верна, определите, какие размеры стабильных дивидендов должны быть, чтобы они соответствовали предполагаемому плану.

*Задача 2.4.* Акционерное общество прогнозирует свою деятельность на следующие 6 лет:

Годы	Чистая прибыль, млн. руб.	Потребность в инвестициях, млн. руб.
1	1 000	500
2	800	600
3	1 200	1 200
4	1 300	500
5	1 300	0
6	500	100

В обращении находится 500 тыс. штук акций. Определите размер дивидендов на одну акцию на каждый год, если:

- 1) используется остаточная дивидендная политика;
- 2) коэффициент выплаты дивидендов равен 0,6.

Какая политика лучше с точки зрения акционеров, желающих максимизировать дивидендную доходность?

## Задания для самостоятельной работы

*Задача 2.1.* Определить дивиденд по обыкновенной акции и расположить всех держателей ценных бумаг ПАО «Факел» по степени убывания доходности финансовых инструментов, если известны следующие данные: чистая прибыль – 2000 тыс. руб.; эмиссия обыкновенных акций – 900 шт., привилегированных акций – 100 шт., облигаций – 200 шт., номинальная стоимость эмитированных ценных бумаг – 10 000 руб. Купонная доходность облигации составляет 10 %, дивиденд по привилегированным акциям – 12 %.

*Задача 2.2.* Капитал ПАО «ПАРУС» имеет следующую структуру: 60 % – собственный капитал, 40 % – заемный. В плановом периоде величина инвестиций составит 1000 тыс. руб., ожидаемая чистая прибыль – 2000 тыс. руб. Определить величину чистой прибыли, направляемую организацией на выплату дивидендов при консервативной дивидендной политике, принятой в организации (по остаточному дивиденду).

*Задача 2.3.* Чистая прибыль организации составляет 100 000 тыс. руб. Количество обыкновенных акций – 5 млн. шт. Рыночная цена одной акции – 100 руб. Организация планирует направить половину чистой прибыли на финансирование проектов модернизации основных фондов. Определить прибыль на акцию (EPS), дивиденд на акцию и коэффициент выплаты дивиденда.

*Задача 2.4.* ПАО «Филадельфия» выпустило обыкновенные акции номиналом 1000 руб. на сумму 3000 тыс. руб. и привилегированные акции на сумму 500 тыс. руб. при 12 % дивидендов. Обществом была получена чистая прибыль в размере 100 тыс. руб. Совет директоров принимает решение полностью направить их на потребление, в том числе на выплату дивидендов по обыкновенным акциям. Каков будет размер дивидендов на одну обыкновенную акцию?

*Задача 2.5.* ПАО «Восход» планирует получить выручку от продаж в следующем году – 10 000 тыс. руб., а через год – 12 000 тыс. руб. Рентабельность продаж в текущем году составляет 5 % и планируется оставить ее на прежнем уровне в течение двух лет. В организации выпущено в обращении 10 000 обыкновенных акций и планируется эмитировать на второй год еще 5000 акций. В дивидендной политике предусмотрено выплачивать 40 % от чистой прибыли. Величина прибыли к рыночной цене акции ( $P/E$ ) равна 10,0.



Определить:

1) величину чистой прибыли, направляемую на выплату дивидендов;

2) прогнозную величину дивиденда на два следующих года;

3) ожидаемый курс акций на конец двух следующих лет.

*Задача 2.6.* ПАО «Фармация» с уставным капиталом 1000 тыс. руб. имеет следующую структуру капитала: 80 % составляют обыкновенные акции с номиналом 1000 руб., 20 % – привилегированные. Норма дивидендных выплат по привилегированным акциям составляет 15 %, величина прибыли к распределению среди акционеров — 600 тыс. руб. Каков размер дивидендов на одну обыкновенную акцию?

## 3. МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ РЕАЛЬНЫМИ ИНВЕСТИЦИЯМИ

### 3.1. Понятие инвестиционного проекта

Инвестиционная деятельность имеет исключительно важное значение, поскольку создает основы для стабильного развития экономики в целом, отдельных ее отраслей, хозяйствующих субъектов. Не случайно поэтому она регулируется на уровне страны и отдельных субъектов РФ. Основным регулятивом в отношении реальных инвестиций на уровне страны является Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».

Согласно Закону № 39-ФЗ «инвестиционный проект есть обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством Российской Федерации и утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план)».

Таким образом, если следовать букве закона, то **инвестиционный проект** трактуется как набор документации, содержащий два крупных блока документов:

- документально оформленное обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, включая необходимую проектно-сметную документацию, разработанную в соответствии с законодательством РФ и утвержденную в установленном порядке стандартами (нормами и правилами);
- бизнес-план как описание практических действий по осуществлению инвестиций.

Однако на практике инвестиционный проект не сводится к набору документов, а понимается в более широком аспекте – как последовательность действий, связанных с обоснованием объемов и порядка вложения средств, их реальным вложением, введением мощностей в действие, текущей оценкой целесообразности поддержания и продолжения проекта и итоговой оценкой результативности проекта по его завершении. В этом случае инвестиционному проекту свойственна определенная этапность, т. е. он развивается в виде предусмотренных фаз (стадий), а набор документов, обосновывающих его целесообраз-

ность и эффективность, выступает лишь одним из элементов, хотя и ключевых, проекта в целом.

**Субъектами инвестиционной деятельности** являются инвесторы, заказчики, подрядчики, пользователи объектов капитальных вложений и другие лица.

В качестве **заказчиков по инвестиционному проекту** могут выступать как собственно инвесторы, так и уполномоченные ими физические и юридические лица. Непосредственные работы по возведению производственных мощностей в соответствии с требованиями проекта осуществляются подрядчиками, под которыми понимаются физические и юридические лица, выполняющие работы по договору подряда и (или) государственному контракту, заключаемым с заказчиками в соответствии с Гражданским кодексом РФ. Подрядчики обязаны иметь лицензию на осуществление ими тех видов деятельности, которые подлежат лицензированию в соответствии с федеральным законом.

**Пользователями** объектов капитальных вложений могут выступать как инвесторы, так и любые физические и юридические лица, в том числе иностранные, а также государственные органы, органы местного самоуправления, иностранные государства, международные объединения и организации, для которых создаются указанные объекты.

Субъекту инвестиционной деятельности законом разрешено совмещение функций двух и более субъектов, если иное не установлено договором и (или) государственным контрактом, заключаемыми между ними.

Все инвесторы имеют равные права на осуществление инвестиционной деятельности, самостоятельное определение объемов и направлений капитальных вложений, владение, пользование и распоряжение объектами капитальных вложений и результатами осуществленных инвестиций, а также осуществление других прав, предусмотренных договором и (или) государственным контрактом в соответствии с законодательством РФ. Вместе с тем инвесторы несут ответственность за нарушение законодательства РФ и обязаны в установленном порядке возместить убытки в случае прекращения или приостановления инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений.

Государство не только регулирует инвестиционную деятельность, но и гарантирует всем субъектам инвестиционной деятельности неза-

висимо от форм собственности: (а) обеспечение равных прав при осуществлении инвестиционной деятельности; (б) гласность в обсуждении инвестиционных проектов; (в) право обжаловать в суде решения и действия (бездействие) органов государственной власти, органов местного самоуправления и их должностных лиц; (г) защиту капитальных вложений.

### 3.2. Классификация инвестиционных проектов

*Предназначение инвестиции* – это ключевой признак при классификации проектов.

*Инвестиции в повышение эффективности производства.* Логика данных проектов совершенно очевидна. Деятельность любой фирмы связана, прежде всего, с извлечением прибыли, представляющей собой превышение доходов над затратами. Первый фактор – доходы – с позиции фирмы управляем лишь частично, поскольку существенную роль играет конкурентная среда. Второй фактор – затраты – уже более управляем, по крайней мере путем выбора ресурсосберегающих технологий, более экономичного оборудования, лучшей организации труда, повышения квалификации работников и т. п. можно добиться относительного сокращения затрат, а следовательно, повышения эффективности производства. Примером подобного инвестиционного проекта может служить, например, проект, связанный с внедрением новой схемы ресурсопотоков, позволяющий повысить оборачиваемость средств в производственных запасах.

*Инвестиции в расширение действующего производства.* В данном случае речь идет о банальном наращивании производственных мощностей ввиду возрастающей емкости рынков сбыта. Докупается аналогичное по техническим характеристикам оборудование, доукомплектовывается штат работников, расширяются закупки сырья и материалов у традиционных поставщиков.

*Инвестиции в создание производственных мощностей при освоении новых сфер бизнеса.* Одним из ключевых требований рациональной организации бизнеса является его диверсификация, смысл которой заключается в развитии в рамках фирмы производств, различающихся видом продукции. Две основные причины: во-первых, сглаживается колебание прибыли по годам (спад в одном секторе экономики может сопровождаться ростом в другом) и, во-вторых, осваиваются новые перспективные секторы, потенциально обещающие прибыль в будущем. Примерами подобных проектов являются строительство

автомобилестроительной компанией линий по ремонту бывших в употреблении шин и по производству новых покрышек. Логика здесь очевидна – в зависимости от платежеспособного спроса населения либо первый, либо второй проект будет давать относительно больший доход, однако в любом случае потенциальные клиенты не будут потеряны независимо от экономической ситуации.

*Инвестиции, связанные с выходом на новые рынки сбыта.* Подобные проекты чаще всего предусматривают расширение производства (если нет перенасыщенности производимой продукцией традиционного рынка), вместе с тем они имеют и определенную специфику. Суть ее заключается в том, что при расширении рынков сбыта принципиальные конструктивные изменения в продукцию не вносятся, но могут быть не критические изменения и доработки, обусловленные, например, национальными, климатическими и другими особенностями нового рынка. Кроме того, появляется необходимость в развитии средств доставки, рекламы, обслуживания и др.

*Инвестиции в исследования и разработку новых технологий.* Подобные проекты в современном динамично развивающемся мире играют исключительно важную роль. Крупные компании тратят весьма солидные суммы на исследования и разработки, отчетливо понимая, что результат реализации подобных проектов не является предсказуемым.

*Инвестиции преимущественно социального предназначения.* Цель подобных инвестиций – обеспечение некоторого социального преимущества, хотя достижение косвенного экономического эффекта не исключается. Примеры подобных проектов – строительство рекреационных центров, домов отдыха, спортивных центров и др. Подобные проекты носят очевидно затратный характер и потому осуществляются либо государственными и муниципальными органами, либо крупными фирмами.

*Инвестиции, осуществляемые в соответствии с требованиями закона.* Инвестиции в рамках ранее рассмотренных групп с очевидностью носят инициативный характер, т. е. инвестор, руководствуясь собственными аргументами, принимает решение о целесообразности разработки и реализации того или иного проекта. Однако могут быть и другие ситуации, когда инвестор вынужден внедрять некий проект. В частности, любое государство в той или иной степени озабочено состоянием здоровья нации, духовным и интеллектуальным развитием граждан. В связи с этим периодической ревизии подвергаются требования к бизнесу в отношении сохранения окружающей среды, повы-

шения безопасности пользования производимой продукцией, степени эксплуатации работников и др. Особенно существенны требования и ограничения экологического характера, в связи с чем предприятиям приходится тратить значительные суммы на удовлетворение подобных требований. Соответствующие инвестиции могут быть как самостоятельными проектами (например, строительство новых очистных сооружений), так и субпроектами в рамках крупной инвестиционной программы. Изначально инициатором таких проектов выступает государство, однако по мере социально-экономического прогресса сами компании и общественные организации могут инициировать соответствующие капиталовложения. Подобная практика, в частности, характерна для ведения бизнеса в рамках так называемой рейнской модели капитализма (Альбер).

***Величина требуемых инвестиций.*** Инвестиционные проекты существенно разнятся по объему требуемых инвестиций, продолжительности периода освоения капиталовложений, сроку «эксплуатации» проекта. На практике это находит отражение в классификации проектов на крупные, традиционные и мелкие, причем обычно в качестве критерия отнесения проекта к той или иной группе берется объем капиталовложений. Безусловно, эта и некоторые подобные ей классификации проектов не являются строго определенными, т. е. в известном смысле они достаточно условны. Иными словами, какой проект считать традиционным, а какой мелким – сугубо частное дело, т. е. соответствующих строгих критериев не может существовать в принципе. В частности, градация проектов по объему требуемых инвестиций чаще всего зависит от размеров самой компании, поскольку очевидно, что в солидной финансово-промышленной группе и небольшом заводе по производству мебели используемые критерии отнесения анализируемого проекта к крупному или мелкому существенно разнятся. Несмотря на известную условность, смысловая нагрузка подразделения проектов на крупные, традиционные и мелкие достаточно существенна. Дело в том, что проекты из разных групп, как правило, находятся в компетенции руководителей различного уровня. Так, в крупной фирме является обычной практикой ограничения объема капиталовложений, которым вправе распоряжаться менеджер того или иного уровня; что касается амбициозных и затратно-емких проектов, то решение об их целесообразности обычно принимается на самом высоком уровне (например, советом директоров или на собрании акционеров).

Существуют и другие причины, обуславливающие необходимость рассматриваемой классификации; это, в частности, поиск соответствующих источников финансирования, различие в оценке риска и последствий в случае того или иного развития событий на рынке товаров и услуг и т. п. Так, если мелкий проект может быть профинансирован за счет собственных источников, то для реализации крупного проекта необходимо привлечение дополнительных источников, что связано с оценкой риска, необходимостью обеспечения полученных кредитов и займов, оценкой средневзвешенной стоимости источников и др.

**Тип предполагаемого эффекта.** Цели, которые ставятся при оценке проектов, могут быть различными, а результаты, получаемые в ходе их реализации, не обязательно носят характер очевидной прибыли. Могут быть проекты сами по себе убыточные в экономическом смысле, но приносящие косвенный доход за счет обретения стабильности в обеспечении сырьем и полуфабрикатами, выхода на новые рынки сырья и сбыта продукции, достижения некоторого социального эффекта, снижения затрат по другим проектам и производствам и др. Во многих экономически развитых странах очень остро ставится вопрос об охране окружающей среды и обеспечении безопасности продукции компаний для пользователей и природы (нередко крупные компании включают в аналитические разделы своих годовых отчетов соответствующую информацию о капитальных и эксплуатационных затратах в этом направлении). В этом случае традиционные показатели эффекта, а также критерии оценки целесообразности принятия проекта, основанные на формализованных алгоритмах, могут уступать место неким неформализованным критериям.

Несложно обособить шесть видов эффекта: (1) наращивание объемов производства; (2) сокращение затрат, сопровождающееся получением дополнительной прибыли; (3) снижение риска производства и сбыта; (4) новое знание (технология); (5) политико-экономический эффект и (6) социальный эффект.

**Наращивание объемов производства.** Проекты этого типа ориентированы на расширение традиционного производства. Здесь эффект – в увеличении доли рынка продукции, контролируемой данной фирмой, и в получении дополнительных прибылей при сохранении уровня рентабельности продукции. На самом деле и в этом случае может иметь место рост рентабельности, в частности, могут проявляться эффект от масштаба и относительное снижение общепроизводственных расходов. Подобные проекты носят рутинный характер.

*Сокращение затрат.* Проекты данного типа имеют целью сокращение затрат либо по какому-нибудь действующему производству (технологической линии, производственному участку), либо по компании в целом. Поскольку прибыль – это разница между доходами и затратами, то при прочих равных условиях сокращение затрат приводит к росту прибыли и рентабельности (естественно, речь идет об обоснованном снижении затрат). Пример – внедрение технологии оптимального раскроя материалов, переоснащение материально-технической базы менее энергоемким оборудованием. Подобные проекты носят в основном вспомогательный, обеспечивающий характер.

*Снижение риска производства и сбыта.* Проекты этой группы имеют целью снижение рисковости производственной и коммерческой деятельности фирмы. В качестве примеров можно привести проекты, связанные с переоснащением компании более надежным оборудованием, внедрением менее рискованной технологии снабжения сырьем и материалами, внедрением технологии контроля за состоянием и тенденциями изменения на рынке продукции и др. Эти проекты не приносят непосредственно идентифицируемой с ними прибыли, однако они сопровождаются косвенным экономическим эффектом.

*Новое знание (технология).* Выше упоминалось о проектах инновационного характера, направленных на формирование нового знания. Подобные проекты с очевидностью носят затратный характер, вместе с тем предполагается, что впоследствии при внедрении разработок в практику будет получен и экономический эффект.

*Политико-экономический эффект.* Проекты этой группы, как правило, имеют место при освоении новых рынков сбыта и в той или иной степени предназначены для решения задач, имеющих прежде всего политическую подоплеку. Логика достаточно очевидна – через постепенное расширение сегмента нового рынка осуществить внедрение собственной идеологии в различных сферах, в том числе и в сфере бизнеса. Яркий пример подобного подхода – проекты, связанные с развитием совместных предприятий в СССР и в России; расширение деятельности подобных предприятий было одной из весомых причин признания Минфином РФ необходимости модернизации отечественной системы бухгалтерского учета в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (Международные стандарты ...; Ковалев, Патров). Безусловно, при идентификации подобных проектов речь идет именно о политико-экономическом эффекте, достижение политических целей подразумевает и получение в конечном итоге экономических «дивидендов».



*Социальный эффект.* Проекты, предназначенные для получения социального эффекта, не являются какой-то редкостью; безусловно, они имеют место прежде всего при реализации государственных и муниципальных программ, однако и в крупных компаниях подобные проекты достаточно обыденны. Можно упомянуть о проектах, связанных с повышением квалификации работников фирмы, строительством центров релаксации и физического развития. Например, фирмы так называемой «большой пятерки» имеют учебные центры переподготовки кадров, на строительство и поддержание деятельности которых затрачиваются немалые денежные суммы. Вместе с тем при надлежащем развитии системы переподготовки кадров деятельность подобных центров становится оправданной не только в социальном, но и в экономическом смыслах (можно упомянуть об учебных центрах фирм IBM, Lufthansa и др.).

*Тип отношений.* Весьма важным в анализе инвестиционных проектов является выделение различных отношений взаимозависимости. Два анализируемых проекта называются независимыми, если решение о принятии одного из них не сказывается на решении о принятии другого. Если два и более анализируемых проектов не могут быть реализованы одновременно, т. е. принятие одного из них автоматически означает, что оставшиеся проекты должны быть отвергнуты, то такие проекты называются альтернативными, или взаимоисключающими. Подразделение проектов на независимые и альтернативные имеет особо важное значение при комплектовании инвестиционного портфеля в условиях ограничений на суммарный объем капиталовложений. Величина верхнего предела объема выделяемых средств может быть в момент планирования неопределенной, зависящей от различных факторов, например суммы прибыли текущего и будущих периодов. В этом случае обычно приходится ранжировать независимые проекты по степени их приоритетности.

*Проекты связаны между собой отношениями комплементарности,* если принятие нового проекта способствует росту доходов по одному или нескольким другим проектам. Например, строительство сервисного центра сопровождается не только доходом от оказания услуг этим центром, но и ростом числа покупателей основной продукции, привлеченных перспективой в случае необходимости отремонтировать купленное изделие на приемлемых условиях. Выявление отношений комплементарности подразумевает приоритетность рассмотрения проектов в комплексе, а не изолированно. Это имеет особое значение, когда принятие проекта по выбранному основному кри-

терию не является очевидным – в этом случае должны использоваться дополнительные критерии, в том числе и наличие и степень комплексности.

*Проекты связаны между собой отношениями замещения*, если принятие нового проекта приводит к некоторому снижению доходов по одному или нескольким действующим проектам. В качестве примера можно привести проект, предусматривающий открытие шиноремонтного производства на заводе, производящем шины. Не исключено, что принятие проекта снизит спрос на новые изделия.

**Тип денежного потока.** С любым проектом увязывается денежный поток как череда инвестиций и поступлений. Поток называется ординарным, если он состоит из исходной инвестиции, сделанной одновременно или в течение нескольких последовательных базовых периодов, и последующих притоков денежных средств; если притоки денежных средств чередуются в любой последовательности с их оттоками, поток называется неординарным. Выделение ординарных и неординарных потоков чрезвычайно важно при выборе того или иного критерия оценки, поскольку, как будет показано в дальнейшем, не все критерии справляются с ситуацией, когда приходится анализировать проекты с неординарными денежными потоками.

Отношение к риску. Инвестиционные проекты различаются по степени риска: наименее рискованы проекты, выполняемые по государственному заказу; наиболее рискованы проекты, связанные с созданием новых производств и технологий.

### 3.3. Этапы реализации инвестиционного проекта

**Формирование инвестиционной политики инвестора.** Любой проект, даже самый крупный, обычно является лишь элементом инвестиционной программы, осуществляемой в рамках инвестиционной политики фирмы. Разработка этой политики предполагает: формулирование долгосрочных целей деятельности фирмы; поиск новых перспективных сфер приложения свободного капитала; разработку инженерно-технологических, маркетинговых и финансовых прогнозов; формулирование целей и подцелей инвестиционной деятельности; исследование рынка и идентификацию возможных и доступных проектов; экономическую оценку и перебор вариантов в условиях различных ограничений (временных, ресурсных, имеющих экономическую и социальную природу и др.); формирование инвестиционного портфеля; подготовку и периодическое уточнение бюджета капиталъ-

ных вложений; перманентную оценку действующих проектов; оценку последствий реализации завершившихся проектов.

В ходе формирования стратегии развития фирмы очерчиваются основные направления ее деятельности, сферы и приоритетность приложения капитала. При этом исходят из приемлемой рентабельности, устойчивости роста, необходимой диверсификации бизнеса. Вопрос о поиске перспективных сфер приложения капитала возникает по мере стабилизации выбранного бизнеса и появления денежных средств, которые собственники считают возможным не изымать из бизнеса. Любая инвестиционная программа базируется на прогнозных оценках маркетингового, технического, технологического и финансового характера, которые используются при разработке бюджета капиталовложений. С течением времени в крупной фирме чаще всего формируется портфель допустимых проектов, которые могут быть реализованы по мере появления источников финансирования. Более того, любое конкретное приложение капитала обычно может быть выполнено различными способами, т. е., как правило, возникает понятие альтернативных проектов, из которых с помощью ряда критериев и выбирается окончательный вариант действий. В крупной фирме инвестиционная деятельность, понимаемая как совокупность чередующихся проектов, осуществляется практически непрерывно. Этим обуславливается необходимость постоянного текущего контроля и оценки действующих проектов на предмет целесообразности их продолжения или, напротив, завершения. Любой завершённый проект подлежит так называемому постаудиту, в ходе которого оцениваются полученные результаты и последствия.

### **Этапы реализации инвестиционного проекта**

**Этап 1. Предынвестиционный.** В границах, очерченных в ходе разработки долгосрочной инвестиционной программы (речь идет о поиске новых возможностей приложения капитала, модернизации действующего производства, его расширении и т. п.), осуществляются:

- а) систематизация инвестиционных концепций;
- б) обзор возможных вариантов их реализации;
- в) выбор наилучшего варианта действий (т. е. наилучшего проекта);
- г) разработка бизнес-плана действий по его реализации.

**Этап 2. Инвестиционный.** Осуществляются капитальные вложения, определяется оптимальное соотношение по структуре активов

(производственные мощности, производственные запасы, денежные средства и др.), уточняются график и целесообразная очередность ввода мощностей, устанавливаются связи и заключаются договоры с поставщиками сырья, материалов и полуфабрикатов, определяются способы текущего финансирования предусматриваемой проектом деятельности, осуществляется подбор кадров, заключаются договоры поставки производимой по проекту продукции. Безусловно, ключевой пункт данного этапа – возведение производственных мощностей в соответствии с утвержденным графиком.

**Этап 3. Эксплуатационный** – самый продолжительный во времени. В ходе эксплуатации проекта формируются планировавшиеся результаты, а также осуществляется их оценка с позиции целесообразности продолжения или прекращения проекта. Основные проблемы на этом этапе традиционны и заключаются в обеспечении ритмичности производства продукции, ее сбыта и финансирования текущих затрат. Поскольку заранее (т. е. на прединвестиционном этапе) невозможно, а иногда и не требуется учитывать все детали проекта, при необходимости в него могут вноситься отдельные изменения, т. е. осуществляется текущее регулирование отдельных сторон базового технологического процесса, вводятся дополнительные технологические процедуры, делается их перегруппировка, имеющая целью повысить общую эффективность проекта, и др. Не исключена и необходимость или целесообразность дополнительных, заранее непредусмотренных, но не критических по объему и срокам инвестиций.

**Этап 4. Ликвидационно-аналитический** является исключительно важным и должен в обязательном порядке предусматриваться в инвестиционных программах. На этом этапе решаются три базовые задачи. Во-первых, ликвидируются возможные негативные последствия закончившегося или прекращаемого проекта. Главным образом, речь идет о последствиях экологического характера, при этом основной принцип таков – по завершении проекта окружающей среде не должен быть нанесен ущерб и она должна быть по возможности облагорожена. В зависимости от сути и масштабов проекта решение этой задачи может быть сопряжено со значительными финансовыми затратами, которые, по возможности, должны учитываться на прединвестиционном этапе.

Во-вторых, высвобождаются оборотные средства и переориентируются производственные мощности. Как уже отмечалось, долгосрочная инвестиционная программа обычно представляет собой цепь пере-

секающихся и сменяющих друг друга проектов. Любой проект требует не только единовременных инвестиций, но и оборотных средств, немалая часть которых высвобождается по завершении проекта и, соответственно, может быть использована для текущего финансирования нового или расширения другого, действующего проекта. То же самое относится и к материально-технической базе.

В-третьих, осуществляется оценка и анализ соответствия поставленных и достигнутых целей завершеного проекта, его результативности и эффективности, формулируются позитивные и негативные моменты, характерные для всех фаз его развития, оценивается степень достоверности и вариабельности прогнозов и надежности использованных методов прогнозирования. Данная задача является исключительно важной по той простой причине, что именно в процессе постаудита систематизируется и выкристаллизовывается методика экономического обоснования проектов, технология и культура надлежащего администрирования инвестиционной деятельностью.

### **3.4. Бизнес-планирование инвестиционного проекта: методики, структура**

Все достаточно масштабные инвестиции осуществляются в плановом порядке. План – это программный документ, включающий комплекс показателей-заданий, сбалансированных по ресурсам, срокам осуществления и исполнителям, ответственным за обеспечение системы исследовательских, финансово-инвестиционных, производственно-коммерческих, организационно-хозяйственных и иных мер (действий), направленных на достижение целей и задач организации, отрасли, национальной экономики.

Особенность бизнес-плана состоит в том, что он нацелен на получение прибыли. Это означает, что при прочих равных условиях предпочтение отдается тому инвестиционному проекту, который способен принести максимальную прибыль.

В соответствии со ст. 1 ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ инвестиционный проект должен включать бизнес-план.

*Цели разработки коммерческими организациями бизнес-планов инвестиционных проектов* многообразны, важнейшие из них: а) совершенствование внутрифирменного управления; б) представление фирмы во внешней среде.

Бизнес-план как *инструмент внутрифирменного управления* формулирует стратегию и тактику деятельности по реализации проекта. В данном качестве он связан с прогнозированием и реалистичной оценкой вероятности успеха в осуществлении задуманного проекта, составляет основу стратегического планирования коммерческой деятельности, позволяет уберечься от деятельности, обреченной на провал вследствие строительства «воздушных замков», и осуществлять контроль за ходом реализации проекта в каждый конкретный период времени, сверяя достигнутые результаты с плановыми, проводить необходимые корректировки.

**Бизнес-план как рабочий инструмент** представляет:

а) выбор перспективного направления хозяйственной деятельности, сегментирование и оценку рынка сбыта, определение места фирмы на нем;

б) расчет затрат, необходимых для изготовления и сбыта продукции;

в) определение цены в соответствии с выбранной стратегией ценообразования;

г) выработанные требования к персоналу и условия мотивации труда при достижении поставленных целей;

д) прогноз рисков и проблем, которые могут помешать выполнению бизнес-плана;

е) расчет прибыльности проекта.

Бизнес-план — документ, способный убедить сотрудников фирмы в возможности достижения качественных или количественных показателей, намеченных в инвестиционном проекте. Он способствует мотивации персонала, нацеливает его на реализацию поставленных задач.

Бизнес-план в качестве *документа для внешней среды* может выступать:

а) заявкой на кредитование/финансирование инвестиционного проекта;

б) документом, с которым будут ознакомлены потенциальные партнеры по бизнесу, и прежде всего инвесторы;

в) документом для презентации инвестиционного проекта в хозяйственной среде (для потенциальных потребителей, контрагентов, субподрядчиков, представителей общественности).

Будучи заявкой на кредитование/финансирование, бизнес-план, как минимум, должен содержать ответы на следующие вопросы: а) организационно-правовая форма предприятия, реализующего ин-

вестиционный проект; б) какова цель и для чего конкретно нужны финансовые ресурсы; в) сколько требуется денежных средств; г) какую прибыль фирма получит в результате привлечения капитала; д) почему данный кредит целесообразен с финансовой точки зрения; е) каким образом и когда полученные деньги будут возвращены?

### **Разработка и оформление бизнес-плана инвестиционного проекта**

**Этапы разработки бизнес-плана.** Последовательность этапов разработки бизнес-плана и последовательность их представления в законченном документе не совпадают.

При разработке бизнес-плана инвестиционного проекта первоначально осуществляются сбор и анализ информации о платежеспособных потребностях в товарах (услугах) на основе четко сформулированной бизнес-идеи; затем проводятся маркетинговые исследования (потенциального или уже сложившегося) рынка сбыта для определения масштабов инвестиционного проекта; далее анализируются состояние и возможности организации, определяются потребности и пути обеспечения ее ресурсами, потом разрабатывается организационная структура, на заключительном этапе составляются приложения, пишется резюме и титульный лист.

Важнейшая отличительная особенность бизнес-планирования инвестиционного проекта состоит в том, что он непосредственно связан с заданием на проектирование, в котором определяются основные проектные решения по строительству, реконструкции, расширению предприятия и т. п., а также содержатся исходные данные и требования, которым должен отвечать проект (рациональное использование земель, природных ресурсов, проведение мероприятий по охране окружающей среды, сейсмостойкости, взрыво- и пожаробезопасности объектов; уровень градостроительных и архитектурных решений; кооперирование вспомогательных производств и хозяйств, инженерных сооружений и коммуникаций со строящимися и действующими предприятиями и сооружениями). Задание на проектирование составляет заказчик проекта с привлечением, как правило, генерального проектировщика.

Для составления бизнес-плана инвестиционного проекта требуется изучить официально-документальные материалы, законодательные и нормативные акты, обобщить и скомпоновать в определенной последовательности собранные и проанализированные материалы и расчеты, проведенные в связи с разработанным проектом.

Бизнес-план в виде законченного документа носит комплексный характер, в нем отдельные таблицы содержат сведения из разных разделов.

Методика составления и структура бизнес-плана инвестиционного проекта. Существует множество методик составления бизнес-планов. При всем их многообразии бизнес-планы включают в свою структуру следующие обязательные разделы:

1. Титульный лист.
2. Резюме.
3. Анализ положения дел в отрасли.
4. Инвестиционная программа и производственный план.
5. План маркетинга.
6. Организационный план.
7. Финансовый план и риски.
8. Приложения.

Приведенная структура рекомендуется в качестве типовой для бизнес-плана инвестиционного проекта<sup>1</sup>. Вместе с тем она может быть дополнена или уточнена другими разделами в зависимости от специфики бизнес-предложения. При составлении конкретного бизнес-плана необходимо обосновать выбранную структуру, ее соответствие принятым в международной и отечественной практике нормам разработки бизнес-планов.

В процессе разработке бизнес-плана и отдельных его разделов могут быть применены различные методы проведения рыночных исследований, исследований внешней и внутренней среды, финансового анализа и др.

### **3.5. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов**

Как отмечалось выше, в финансовых решениях, связанных с оценкой и принятием/отклонением инвестиционных проектов, преобладают соображения стратегического характера. Для подобных

---

<sup>1</sup>См.: Приложение № 1 к Положению об оценке эффективности инвестиционных проектов при размещении на конкурсной основе централизованных инвестиционных ресурсов Бюджета развития Российской Федерации. Постановление Правительства РФ от 22 ноября 1997 г. № 1470 «Об утверждении Порядка предоставления государственных гарантий на конкурсной основе за счет средств Бюджета развития Российской Федерации и Положения об оценке эффективности инвестиционных проектов при размещении на конкурсной основе централизованных инвестиционных ресурсов Бюджета развития Российской Федерации» (с изменениями от 20 мая, 3 сентября 1998 г.).



проектов характерны следующие особенности: (1) значительные объемы затрат и ожидаемых выгод; (2) соответствующие затраты/выгоды «растянуты» во времени, т. е. они охватывают продолжительный период, и потому при их оценке должен учитываться фактор времени; (3) как правило, в крупном инвестиционном проекте должны приниматься во внимание выгоды не только экономические, но и социальные, причем соотношение между подобными выгодами, т. е. превалирование экономического аспекта над социальным или наоборот зависит от сути собственно инвестиционного проекта; (4) любой инвестиционный проект, как правило, имеет существенное значение для организации (фирмы) в целом – иными словами, проект должен вписываться в рамки глобальной стратегии фирмы; (5) необходим учет риска.

Поэтому критерии, используемые для финансовой оценки подобных решений, должны по возможности отражать указанные особенности. Прежде всего, заметим, что любой более или менее значимый инвестиционный проект представляет собой весьма сложное и многогранное явление, поэтому какого-либо единственного критерия, который можно было бы как «палочку-выручалочку» применять во всех мыслимых случаях, не может существовать в принципе. Тем не менее, говоря о критериях количественной оценки, можно выделить ключевой принцип, которым следует руководствоваться при формировании суждения о целесообразности проекта, – это принцип генерирования достаточной прибыли в долгосрочном аспекте. Иными словами, речь идет о том, что в подавляющем большинстве случаев при оценке инвестиционного проекта отдают предпочтение выгоде не сиюминутной, а долгосрочной. Важна не одномоментная, хотя бы и весьма существенная, выгода, но устойчивое генерирование дохода в будущем с устраивающей инвестора нормой прибыли.

Таким образом, оценка любого инвестиционного проекта имеет, как правило, комплексный характер, т. е. подразумевает не только количественные, но и качественные критерии. Тем не менее количественные критерии все же исключительно важны, поскольку они поддаются более четкой интерпретации, имеют более высокую степень определенности, являются сравнимыми в пространстве и времени и др.

В основе количественного обоснования процесса принятия управленческих решений инвестиционного характера лежит оценка и сравнение объема предполагаемых инвестиций и будущих денежных поступлений. Общая логика анализа с использованием формализован-

ных критериев в принципе достаточно очевидна – необходимо некоторым образом сравнить величину требуемых инвестиций с прогнозируемыми доходами. Поскольку сравниваемые показатели относятся к различным моментам времени, ключевой проблемой здесь является проблема их сопоставимости. Относиться к ней можно по-разному в зависимости от существующих объективных и субъективных условий: темпа инфляции, размера инвестиций и генерируемых поступлений, горизонта прогнозирования, уровня квалификации аналитика и т. п.

К критическим моментам в процессе оценки единичного проекта или составления бюджета капиталовложений относятся: (а) прогнозирование объемов реализации с учетом возможного спроса на продукцию (поскольку большинство проектов связано с дополнительным выпуском продукции); (б) оценка притока денежных средств по годам; (в) оценка доступности требуемых источников финансирования; (г) оценка приемлемого значения показателя «стоимость капитала», используемого в том числе и в качестве ставки дисконтирования.

Инвестиционные проекты, анализируемые в процессе составления бюджета капиталовложений, имеют определенную логику.

Во-первых, с каждым инвестиционным проектом принято связывать денежный поток, элементы которого представляют собой либо чистые оттоки, либо чистые притоки денежных средств; в данном случае под чистым оттоком денежных средств в  $k$ -м году понимается превышение текущих денежных расходов по проекту над текущими денежными поступлениями (соответственно, при обратном соотношении имеет место чистый приток); иногда в анализе используется не денежный поток, а последовательность прогнозных значений чистой годовой прибыли, генерируемой проектом.

Во-вторых, чаще всего анализ ведется по годам, хотя это ограничение не является безусловным или обязательным; иными словами, анализ можно проводить по равным базовым периодам любой продолжительности (месяц, квартал, год, пятилетка и др.), необходимо лишь помнить об увязке величин элементов денежного потока, процентной ставки и длины этого периода.

В-третьих, предполагается, что весь объем инвестиций совершается в конце года, предшествующего первому году генерируемого проектом притока денежных средств, хотя в принципе инвестиции могут делаться в течение ряда последовательных лет.

В-четвертых, приток (отток) денежных средств имеет место в конце очередного года (подобная логика вполне понятна и оправданна, поскольку, например, именно так считается прибыль – нарастающим итогом на конец отчетного периода).

В-пятых, ставка дисконтирования, используемая для оценки проектов с помощью методов, основанных на дисконтированных оценках, должна соответствовать длине периода, заложенного в основу инвестиционного проекта (например, годовая ставка берется только в том случае, если длина периода – год).

Необходимо особо подчеркнуть, что применение методов оценки и анализа проектов предполагает множественность используемых прогнозных оценок и расчетов. Эта множественность определяется как возможностью применения ряда критериев, так и безусловной целесообразностью варьирования основными параметрами. Это достигается использованием имитационных моделей в среде электронных таблиц.

### **Критерии оценки инвестиционных проектов**

Критерии, используемые в анализе инвестиционной деятельности, можно подразделить на две группы в зависимости от того, учитывается или нет временной параметр: (а) основанные на дисконтированных оценках (*NPV*, *PI*, *DPP*, *IRR*); (б) основанные на учетных оценках (*PP*, *ARR*).

**I.** Метод расчета чистой текущей стоимости проекта (Net Present Value, *NPV*). В основе данного метода заложено следование основной целевой установке, определяемой собственниками компании – повышение рыночной стоимости компании.

Этот метод основан на сопоставлении величины исходной инвестиции (*Inv*) с общей суммой дисконтированных чистых денежных поступлений *CF*, генерируемых ею в течение прогнозируемого срока *t*. Поскольку приток денежных средств распределен во времени, он дисконтируется с помощью ставки *r*, устанавливаемой аналитиком (инвестором) самостоятельно исходя из ежегодного процента возврата, который он хочет или может иметь на инвестируемый им капитал.

Формула расчета:

$$NPV = \sum_{t=0}^N \frac{CF_t}{(1+i)^t} - \sum_{t=0}^N \frac{Inv_t}{(1+i)^t}. \quad (3.1)$$

Очевидно, что если:

$NPV \geq 0$ , то проект следует принять;

$NPV < 0$ , то проект следует отвергнуть.

Имея в виду упомянутую выше основную целевую установку, на достижение которой направлена деятельность любой компании, мож-

но дать экономическую интерпретацию трактовки критерия  $NPV$  с позиции ее владельцев, которая по сути и определяет логику критерия  $NPV$ :

- если  $NPV < 0$ , то в случае принятия проекта стоимость компании уменьшится, т. е. владельцы компании понесут убыток;

- если  $NPV = 0$ , то в случае принятия проекта стоимость компании не изменится, т. е. благосостояние ее владельцев останется на прежнем уровне;

- если  $NPV > 0$ , то в случае принятия проекта стоимость компании, а следовательно, и благосостояние ее владельцев увеличатся.

Следует особо прокомментировать ситуацию, когда  $NPV = 0$ . В этом случае действительно благосостояние владельцев компании не меняется, однако, как уже отмечалось выше, инвестиционные проекты нередко принимаются управленческим персоналом самостоятельно, при этом менеджеры могут руководствоваться и своими предпочтениями. Проект с  $NPV = 0$  имеет все же дополнительный аргумент в свою пользу – в случае реализации проекта объемы производства возрастут, т. е. компания увеличится в масштабах. Поскольку нередко увеличение размеров компании рассматривается как положительная тенденция (например, с позиции менеджеров аргументация такова: в крупной компании более престижно работать, кроме того, и жалованье нередко выше), проект все же принимается.

Возможен и другой вариант рассуждений. Ситуация, когда  $NPV = 0$ , в чисто вычислительном плане достаточно редка, и потому, если она имеет место, то вполне вероятно, что данный проект не обладает необходимым запасом прочности. Иными словами, если прогнозные оценки оказались чересчур «смелыми», то проект окажется убыточным.

При прогнозировании доходов по годам необходимо по возможности учитывать все виды поступлений как производственного, так и непроизводственного характера, которые могут быть ассоциированы с данным проектом. Так, если по окончании периода реализации проекта планируется поступление средств в виде ликвидационной стоимости оборудования или высвобождения части оборотных средств, они должны быть учтены как доходы соответствующих периодов.

При расчете  $NPV$ , как правило, используется постоянная ставка дисконтирования, однако при некоторых обстоятельствах, например, ожидается изменение уровня учетных ставок, могут использоваться индивидуализированные по годам значения ставки.

Необходимо отметить, что показатель  $NPV$  отражает прогнозную оценку изменения экономического потенциала коммерческой организации в случае принятия рассматриваемого проекта, причем оценка делается на момент окончания проекта, но с позиции текущего момента времени, т. е. начала проекта. Этот показатель аддитивен в пространственно-временном аспекте, т. е.  $NPV$  различных проектов можно суммировать. Это очень важное свойство, выделяющее данный критерий из всех остальных и позволяющее использовать его в качестве основного при анализе оптимальности инвестиционного портфеля.

2. Метод расчета индекса рентабельности инвестиции является следствием метода расчета  $NPV$ .

Формула расчета:

$$PI = \sum_{t=0}^N \frac{CF_t}{(1+i)^t} / \sum_{t=0}^N \frac{Inv_t}{(1+i)^t}. \quad (3.2)$$

Очевидно, что если:

$PI > 1$ , то проект следует принять;

$PI < 1$ , то проект следует отвергнуть;

$PI = 1$ , то проект не является ни прибыльным, ни убыточным.

В отличие от чистого приведенного эффекта индекс рентабельности является относительным показателем: он характеризует уровень доходов на единицу затрат, т. е. эффективность вложений – чем больше значение этого показателя, тем выше отдача каждого рубля, инвестированного в данный проект. Благодаря этому критерий  $PI$  очень удобен при выборе одного проекта из ряда альтернативных, имеющих примерно одинаковые значения  $NPV$  (в частности, если два проекта имеют одинаковые значения  $NPV$ , но разные объемы требуемых инвестиций, то очевидно, что выгоднее тот из них, который обеспечивает большую эффективность вложений), либо при комплектовании портфеля инвестиций с целью максимизации суммарного значения  $NPV$ .

3. Метод определения срока окупаемости инвестиций. Этот метод, являющийся одним из самых простых и широко распространенных в мировой учетно-аналитической практике, не предполагает временной упорядоченности денежных поступлений.

Общая формула расчета показателя  $PP$  имеет вид:

$$PP = \min N, \text{ при котором } \sum_{t=0}^N CF_t = \sum_{t=0}^N Inv_t. \quad (3.3)$$

Нередко показатель  $PP$  рассчитывается более точно, т. е. рассматривается и дробная часть года; при этом делается молчаливое предположение, что денежные потоки распределены равномерно в течение каждого года.

Показатель срока окупаемости инвестиции очень прост в расчетах, вместе с тем он имеет ряд недостатков, которые необходимо учитывать в анализе.

Во-первых, он не учитывает влияние доходов последних периодов. Во-вторых, поскольку этот метод основан на недисконтированных оценках, он не делает различия между проектами с одинаковой суммой кумулятивных доходов, но различным распределением ее по годам. В-третьих, данный метод не обладает свойством аддитивности.

**4.** Метод определения дисконтированного срока окупаемости инвестиций ( $DPP$ ).

При расчете показателя  $PP$  все же рекомендуется учитывать временной аспект. В этом случае в расчет принимаются дисконтированные денежные потоки, а соответствующая формула имеет вид:

$$DPP = \min N, \text{ при котором } \sum_{t=0}^N \frac{CF_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=0}^N \frac{Inv_t}{(1+r)^t}. \quad (3.4)$$

Очевидно, что в случае дисконтирования срок окупаемости увеличивается, т. е. всегда  $DPP > PP$ . Иными словами, проект, приемлемый по критерию  $PP$ , может оказаться неприемлемым по критерию  $DPP$ .

Существует ряд ситуаций, при которых применение метода, основанного на расчете срока окупаемости затрат, является целесообразным. В частности, это ситуация, когда руководство коммерческой организации в большей степени озабочено решением проблемы ликвидности, а не прибыльности проекта – главное, чтобы инвестиции окупились, и как можно скорее. Метод также хорош в ситуации, когда инвестиции сопряжены с высокой степенью риска, поэтому чем короче срок окупаемости, тем менее рискованным является проект. Такая ситуация характерна для отраслей или видов деятельности, которым присуща большая вероятность достаточно быстрых технологических изменений. Таким образом, в отличие от критериев  $NPV$ ,  $IRR$  и  $PI$  критерий  $DPP$  позволяет получить оценки, хотя и грубые, о ликвидности и рисковости проекта. Понятие ликвидности проекта здесь условно: считается, что из двух проектов более ликвиден тот, у которого меньше срок окупаемости. Что касается сравнительной оценки рисковости

проектов с помощью критерия *DPP*, то логика рассуждений такова: денежные поступления удаленных от начала реализации проекта лет трудно прогнозируемы, т. е. более рисковы по сравнению с поступлениями первых лет; поэтому из двух проектов менее рисков тот, у которого меньше срок окупаемости.

5. Метод расчета внутренней нормы доходности инвестиции. Под внутренней нормой прибыли инвестиции (синонимы: внутренняя доходность, внутренняя окупаемость) понимают значение ставки дисконтирования  $r$ , при которой значение *NPV* проекта равно нулю:

$$IRR = r, \text{ при котором } NPV = 0. \quad (3.5)$$

Смысл расчета внутренней нормы прибыли при анализе эффективности планируемых инвестиций, как правило, заключается в следующем: *IRR* показывает ожидаемую доходность проекта, и, следовательно, максимально допустимый относительный уровень расходов, которые могут быть ассоциированы с данным проектом. Например, если проект полностью финансируется за счет кредита коммерческого банка, то значение *IRR* показывает верхнюю границу допустимого уровня банковской процентной ставки, превышение которого делает проект убыточным.

Таким образом, экономический смысл критерия *IRR* заключается в следующем: коммерческая организация может принимать любые решения инвестиционного характера, уровень рентабельности которых не ниже текущего значения показателя «стоимость капитала», под которым понимается либо *WACC*, если источник средств точно не идентифицирован, либо стоимость целевого источника, если таковой имеется. Именно с показателем стоимость капитала (*CC*), который равен ставке дисконтирования  $r$ , сравнивается *IRR*, рассчитанный для конкретного проекта, при этом связь между ними такова.

Если:

$IRR > CC$ , то проект следует принять;

$IRR < CC$ , то проект следует отвергнуть;

$IRR = CC$ , то проект не является ни прибыльным, ни убыточным.

Независимо от того, с чем сравнивается *IRR*, очевидно одно: проект принимается, если его *IRR* больше некоторой пороговой величины; поэтому при прочих равных условиях, как правило, большее значение *IRR* считается предпочтительным.

6. MIRR – модифицированная внутренняя норма доходности (рентабельности). MIRR – скорректированная с учетом нормы реинвестиции внутренняя норма доходности.

С практической точки зрения самый существенный недостаток внутренней нормы доходности – это допущение, принятое при определении всех дисконтированных денежных потоков, порожденных инвестицией, что сложные проценты рассчитываются при одной и той же процентной ставке. Для проектов, обеспечивающих нормы прибыли, близкие к барьерной ставке фирмы, проблем с реинвестициями не возникает, так как вполне разумно предположить, что существует много вариантов инвестиций, приносящих прибыль, норма которой близка к стоимости капитала. Однако для инвестиций, которые обеспечивают очень высокую или очень низкую норму прибыли, предложение о необходимости реинвестировать новые денежные поступления может исказить подлинную отдачу от проекта. Понятие скорректированной с учетом нормы реинвестиции внутренней нормы доходности и было предложено для того, чтобы противостоять указанному искажению, свойственному традиционному IRR.

Несмотря на свое громоздкое название, скорректированная с учетом нормы реинвестиции внутренняя норма доходности, или MIRR, также известный как модифицированная внутренняя норма доходности (modified internal rate of return), в действительности гораздо легче рассчитывается вручную, чем IRR. И это происходит именно вследствие сделанного предположения о реинвестиции.

Порядок расчета модифицированной внутренней нормы доходности MIRR:

1. Рассчитывают суммарную дисконтированную стоимость всех денежных оттоков и суммарную наращенную стоимость всех притоков денежных средств.

Дисконтирование осуществляют по цене источника финансирования проекта, т.е. по барьерной ставке. Нарращение осуществляют по процентной ставке, равной уровню реинвестиций.

Нарращенную стоимость притоков называют чистой терминальной стоимостью (Net Terminal Value, NTV).

2. Устанавливают коэффициент дисконтирования, учитывающий суммарную приведенную стоимость оттоков и терминальную стоимость притоков. Ставку дисконта, которая уравнивает настоящую стоимость инвестиций (PV) с их терминальной стоимостью, называют MIRR.



Формула для расчета модифицированной внутренней нормы доходности (MIRR):

$$\sum_{t=0}^N \frac{CF_t^-}{(1+r)^t} = \frac{\sum_{t=1}^N CF_t^+ * (1+d)^{N-t}}{(1+MIRR)^N}, \quad (3.6)$$

где

- $CF_t^+$  – приток денежных средств в периоде  $t = 1, 2, \dots, n$ ;
- $CF_t^-$  – отток денежных средств в периоде  $t = 0, 1, 2, \dots, n$  (по абсолютной величине);
- $r$  – барьерная ставка (ставка дисконтирования), доли единицы;
- $d$  – уровень реинвестиций, доли единицы (процентная ставка, основанная на возможных доходах от реинвестиции полученных положительных денежных потоков или норма рентабельности реинвестиций);
- $N$  – число периодов.

В левой части формулы – дисконтированная по цене капитала величина инвестиций (капиталовложений), а в правой части – наращенная стоимость денежных поступлений от инвестиции по ставке, равной уровню реинвестиций.

Отметим, что формула *MIRR* имеет смысл, если терминальная стоимость притоков превышает сумму дисконтированных оттоков денежных средств (приток денег больше их оттока).

Критерий *MIRR* всегда имеет единственное значение и может применяться вместо показателя *IRR* для оценки проектов с неординарными денежными потоками. Проект приемлем для инициатора, если *MIRR* больше барьерной ставки (цены источника финансирования).

Использование *MIRR* вместо *IRR* всегда приглушает эффект от инвестиций. Не слишком выгодные инвестиции, для которых нормы прибыли ниже барьерной ставки или нормы реинвестиции, будут всегда лучше выглядеть при использовании *MIRR*, чем *IRR*, так как в первом случае денежные потоки будут приносить более высокие доходы, чем во втором. С другой стороны, особо выгодные инвестиции (как показано выше), для которых норма прибыли выше барьерной ставки, по той же причине будут иметь более низкий *MIRR*.

Методика *MIRR* не имеет проблемы с множественностью определения внутренней нормы доходности, как у метода *IRR*.

На практике показатель *MIRR* используется редко, что нельзя считать оправданным.

**7. Метод расчета коэффициента эффективности инвестиции.** Этот метод имеет две характерные черты: во-первых, он не предполагает дисконтирования показателей дохода; во-вторых, доход характеризуется показателем чистой прибыли  $PN$  (прибыль за минусом отчислений в бюджет). Алгоритм расчета исключительно прост, что и предопределяет широкое использование этого показателя на практике: *коэффициент эффективности инвестиции*, называемый также *учетной нормой прибыли (ARR)*, рассчитывается делением среднегодовой прибыли  $PN$  на среднюю величину инвестиции (коэффициент берется в процентах). Средняя величина инвестиции находится делением исходной суммы капитальных вложений на два, если предполагается, что по истечении срока реализации анализируемого проекта все капитальные затраты будут списаны; если допускается наличие остаточной или ликвидационной стоимости ( $RV$ ), то ее оценка должна быть учтена в расчетах. Иными словами, существуют различные алгоритмы исчисления показателя  $ARR$ , достаточно распространенным является следующий:

$$ARR = \frac{PN}{\frac{1}{2}(Inv - RV)}. \quad (3.7)$$

Данный показатель чаще всего сравнивается с коэффициентом рентабельности авансированного капитала, рассчитываемого делением общей чистой прибыли коммерческой организации на общую сумму средств, авансированных в ее деятельность (итог среднего баланса-нетто). В принципе, возможно и установление специального порогового значения, с которым будет сравниваться  $ARR$ , или даже их системы, дифференцированной по видам проектов, степени риска, центрам ответственности и др.

Метод, основанный на коэффициенте эффективности инвестиции, также имеет ряд существенных недостатков, обусловленных в основном тем, что он не учитывает временной компоненты денежных потоков. В частности, метод не делает различия между проектами с одинаковой суммой среднегодовой прибыли, но варьирующей суммой прибыли по годам, а также между проектами, имеющими одинаковую среднегодовую прибыль, но генерируемую в течение различного количества лет, и т. п.

## Задания для практического занятия

### Теоретические вопросы

1. Факторы, влияющие на уровень инвестиций. Виды инвестиций.
2. Содержание и основные этапы инвестиционного процесса. Цели инвестирования.
3. Понятие инвестиционного проекта. Классификация инвестиционных проектов.
4. Этапы реализации инвестиционного проекта.
5. Бизнес-планирование инвестиционного проекта: этапы, методика.
6. Критерии оценки инвестиционных проектов.
7. Какова максимально допустимая ставка привлечения капитала в инвестиционный проект? Какие формы можно использовать для финансирования инвестиционных проектов?
8. Как рассчитать аннуитетный платеж погашения кредита, взятого для финансирования инвестиционного кредита, по максимально допустимой ставке привлечения?
9. Каково максимально допустимое увеличение суммы первоначальных вложений?

### Задачи для решения на практическом занятии

*Задача 3.1.* Проведите оценку эффективности инвестиционных проектов по критериям *NPV*, *PI*, *PBP*, *DPBP*, *IRR*, *ARR*. Сравните попарно до проведения расчетов, сделать вывод об эффективности проектов А и В, С и D.

#### Исходные данные

Инвестиции	Первоначальное вложение, руб.	Чистый денежный поток за год, руб.		Средний износ в год, руб.
		год 1	год 2	
А	100 000	100 000		100 000
В	100 000	100 000	11 000	50 000
С	100 000	37 620	77 620	50 000
Д	100 000	57 620	57 620	50 000

Проранжируйте в таблице по каждому из рассчитанных критериев оценки. Сделайте вывод о том, какой из критериев наиболее объективно отражает эффективность проекта.

Предполагается, что конечная (остаточная, ликвидационная) стоимость проекта равна 0. Ставка дисконтирования – 6 %, 30 %.

Для расчета ARR:

–  $PN = \text{Средний размер поступлений (чистого денежного потока) в год} / \text{Средний износ в год}$ ;

– в знаменателе используются средние капиталовложения за 2 оцениваемых года.

**Задача 3.2.** Рассчитайте чистую текущую стоимость проекта, срок окупаемости, дисконтированный срок окупаемости, индекс прибыльности, внутреннюю норму доходности для каждого из приведенных ниже денежных потоков. Стоимость капитала – 10 %, 5 %, 15 %. Сравните результаты. Используйте формулу аннуитета, где это возможно.

Сделайте выбор в пользу наиболее эффективного проекта. Если максимально приемлемый срок окупаемости – 4 года, есть ли инвестиционно привлекательные проекты?

Инвестиции	Чистый денежный поток за год, руб.					
	Год 0	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
А	-1 000 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
В	-1 000 000	264 000	264 000	264 000	264 000	264 000
С	-1 000 000					1 611 000

**Задача 3.3.** Компания рассматривает возможность покупки оборудования, денежные поступления от эксплуатации которого она представляет следующими, при стоимости капитала – 10 %:

Конец периода	Поступления, руб.
1	500 000
2	300 000
3	200 000
4	100 000
5	50 000

Какую максимальную стоимость могла бы заплатить компания за оборудование и не проиграть экономически по сравнению с ситуацией, если бы она не покупала его?

**Задача 3.4.** Инвестиционный проект с внутренней нормой окупаемости 0,25 порождает следующие денежные потоки:

Период	Денежный поток, руб.
0	$CF_0$
1	800 000
2	1 000 000

Определите  $CF_0$ .

Если фирма планирует финансировать проект с помощью заемного капитала стоимостью 0,25, схема погашения долга (за счет полученных от проекта доходов) будет выглядеть следующим образом:

Период	Сумма долга	Процент	Выплата долга
0		-	-
1			
2			

**Задача 3.5.** Определите внутреннюю норму окупаемости следующего проекта:

Период	Денежный поток, руб.
0	(9 120 000)
1	1 000 000
2	5 000 000
3	10 000 000

На сколько можно увеличить капиталовложения свыше указанного в 0-й период, если стоимость капитала составляет 10%?

**Задача 3.6.** Найдите чистую текущую стоимость каждого из следующих инвестиционных проектов при ставке 5 %:

Инвестиции	Период		
	Год 0	Год 1	Год 2
A	18 594	10 000	10 000
B	18 140	0	20 000
C	19 048	20 000	0

Рассчитайте также *NPV*, если ставка дисконтирования:

- в 1-й и 0-й периоды составляет 5 %, а во 2-й период – 7 %;

- в 1-й и 0-й периоды составляет 5 %, а во 2-й период – 3 %.

Сделайте выводы о привлекательности проектов.

### Задания для самостоятельной работы

**Задача 3.1.** Рассчитать величину чистой текущей стоимости (*NPV*) инвестиционного проекта по закупке оборудования для производства тары исходя из следующих условий:

а) сумма инвестиционных затрат составит 900 тыс. руб.;

б) срок окупаемости инвестиционного проекта ограничен тремя годами;

в) ожидаемые денежные поступления в 1-й год реализации проекта – 200 тыс. руб., во 2-й год – 600 тыс. руб., в 3-й год – 700 тыс. руб.;

г) вероятность поступления денежных средств во все периоды одинаковая и равна 80 %;

д) требуемая доходность проекта – 12 %.

*Задача 3.2.* Организация по производству электроплиток рассматривает возможность покупки нового оборудования стоимостью 1000 тыс. руб. Для этого она планирует привлечь заемные средства банка. Срок полезного использования оборудования составляет 5 лет, ставка банковского кредита – 15 %. Погашение кредита планируется в конце срока проекта. У организации имеется возможность заключить договор с лизинговой компанией о предоставлении на условиях финансового лизинга необходимого оборудования сроком на 5 лет. Ежегодный лизинговый платеж составит 340 тыс. руб., при этом по окончании договора право собственности на оборудование переходит к организации. Определить наиболее предпочтительный вариант финансирования приобретения нового оборудования при ставке налога на прибыль 20 % и ставке дисконтирования – 14 %.

*Задача 3.3.* Строительная компания «Стройпроект» планирует инвестировать в основные средства производственного назначения, на что может направить не более 50 000 тыс. руб. Ставка дисконтирования составляет 10 %. Организация рассматривает альтернативные инвестиционные проекты сроком осуществления 4 года по вариантам 1, 2, 3, 4.

Определить вариант инвестиционного проекта, при котором его чистая текущая стоимость и индекс рентабельности будут максимальными, если известны следующие данные.

*Задача 3.4.* ПАО «АвтоВСТ» планирует приобретение автоматической мойки для автомобилей стоимостью 60 тыс. долл. Рассматриваются два варианта финансирования: банковский кредит и финансовый лизинг. Срок эксплуатации оборудования – 5 лет, авансовый лизинговый платеж равен 5 % от первоначальной стоимости оборудования, ежегодный лизинговый платеж составляет 20 тыс. долл. Ликвидационная стоимость автомойки после срока полезного использования может составлять 10 тыс. долл. Уровень налогообложения прибыли автомойки – 20 %. Средняя ставка процента по банковскому кредиту составляет 15 %. *Сделать расчет и выбрать более выгодный вариант.*

*Задача 3.5.* Компания Roger выбирает между двумя видами штамповочного оборудования. Один вид дешевле, но зато ожидаемый срок службы короче. Ожидаемые денежные потоки (в тыс. руб.) после уплаты налогов для двух видов штамповочного оборудования следующие:

Штамповочное оборудование	Период				
	0	1	2	3	4
A	(10,000)	8,000	8,000		
B	(12,000)	5,000	5,000	5,000	5,000

Стоимость капитала равна 10 %.

Выберите более выгодный тип штамповочного оборудования. Дайте пояснения.

*Задача 3.6.* Два вида оборудования имеют следующие характеристики:

Оборудование	Ожидаемый срок службы, годы	Первоначальная стоимость, тыс. руб.	Стоимость эксплуатации в год, тыс. руб.
A	9	20,000	10,000
B	5	25,000	8,000

Если стоимость капитала равна 0,10, какое оборудование выгоднее?

*Задача 3.7.* Коммунальная служба New York State Utility Company рассматривает строительство новой электростанции. Собрана следующая информация:

Позиция	Тепловая электростанция – (нефть и газ)	Атомная электростанция
Первоначальные затраты	\$ 60,000,000	\$100,000,000
Среднегодовые затраты на эксплуатацию	15,000,000	20,000,000

Это прогноз величины затрат на первый год. Ожидается, что затраты на эксплуатацию атомной станции будут уменьшаться на \$2,000,000 в год и стабилизируются на уровне \$10,000,000. Причина ожидаемого уменьшения – снижение затрат на топливо. Ожидаемый срок эксплуатации обеих электростанций – 50 лет.

Пусть стоимость денег равна 0,05 в год.

- Какую электростанцию следует построить?
- Следует ли строить атомную электростанцию, если необходимое количество электроэнергии можно приобрести за \$16 млн. в год?

*Задача 3.8.* Предположим: в задании 3 стоимость необходимого количества электроэнергии равна \$17 млн.

- Следует ли строить атомную электростанцию?
- Рассчитайте текущую стоимость строительства атомной электростанции через шесть лет (к этому времени строительство должно

быть завершено), если стоимость топлива будет равна \$10 млн. в год. Сравните результат с вариантом покупки электроэнергии.

*Задача 3.9.* У промышленной компании есть простаивающие производственные мощности, и она рассматривает возможность самостоятельного выпуска детали, которую в настоящий момент закупает на стороне. Прогноз затрат по производству одной единицы продукции таков:

Зарплата (прямые расходы)	\$2,00
Материалы	3,00
Переменные накладные расходы	1,00
Постоянные накладные расходы (определяется на основе обычных бухгалтерских процедур)	2,50
Итого	\$8,50

Для самостоятельного производства продукции потребуется увеличение оборотного капитала на \$50,000. Фирма использует 100,000 деталей в год. Одну деталь можно купить за \$6,05. Ставка налога равна нулю. Следует ли компании выпустить или купить деталь?

*Задача 3.10.* Рассматривается приобретение нового станка стоимостью \$75,816 и сроком службы пять лет. Операционные затраты при использовании этого станка составят \$10,000 наличными. Стоимость капитала равна 10 %. Вместо покупки станка можно использовать трудоемкую технологию, что обойдется в \$38,000 в год, сюда же входят \$15,000 амортизации используемого в настоящий момент станка (этот станок больше никак использовать нельзя, но его замена обойдется в \$25,000). Ставка налога равна 0.

а. Подготовьте анализ альтернатив. Как следует поступить фирме?

б. Если станок способен выпустить 1,000 единиц продукции в год, то каковы будут затраты на единицу продукции в случае покупки станка?

*Задача 3.11.* Промышленная компания XYZ в настоящее время выпускает продукцию на оборудовании, остаточная стоимость которого согласно балансу \$10,000 (оно куплено за \$30,000 20 лет назад), а согласно отчетности, представляемой в налоговую службу, износ оборудования полностью списан. Затраты на производство продукции следующие:



Статья расходов	Затраты на единицу продукции
Зарплата (прямые расходы)	\$ 4,00
Зарплата, переменные косвенные затраты	2,00
Другие переменные накладные затраты	1,50
Постоянные накладные расходы	2,50
	\$ 10,00

В прошлом году было выпущено 10,000 единиц продукции, которые и были проданы по цене \$18 за единицу. Ожидается, что старое оборудование можно использовать вечно. Производитель оборудования предложил принять назад старое оборудование в счет частичной оплаты нового. Новое оборудование с учетом цены старого (\$15,000) обойдется в \$60,000. Прогноз затрат в случае использования нового оборудования таков:

Статья расходов	Затраты на единицу продукции
Зарплата (прямые расходы)	\$ 2,00
Зарплата, переменные косвенные затраты	3,00
Другие переменные накладные затраты	1,00
Постоянные накладные расходы	3,25
	\$9,25

Постоянные накладные расходы – это результат распределения расходов других подразделений плюс амортизация оборудования. Старое оборудование можно продать на рынке за \$5,000. Через 10 лет его ликвидационная стоимость будет равна \$1,000. Ожидаемый срок службы нового оборудования равен десяти годам, а его ожидаемая ликвидационная стоимость – \$10,000.

В настоящее время ставка налога на прибыль корпораций равна 0.20, а ставка налога на прибыль от реализации основного капитала – 0.1. Ставка дисконтирования после уплаты налогов для данной фирмы равна 0.10. Ожидается, что в будущем спрос на продукцию останется на уровне 1,000 единиц в год.

а. Приобретать ли оборудование?

б. Если продукцию можно купить у надежного поставщика по цене \$7,80 за штуку, то следует ли приобретать ее или выпускать? Дайте *пояснения*.

*Задача 3.12.* Баланс компании ABC таков:

Активы	
Оборотный капитал	\$ 500,000
Основной капитал	600,000
	\$1,100,000
Пассивы	
Текущие обязательства:	
Коммерческий кредит	100,000
Кредиты банков	250,000
Долгосрочные облигации	300,000
Акционерный капитал:	
Привилегированные акции	100,000
Обыкновенные акции	200,000
Нераспределенная прибыль	150,000
	\$1,100,000

Предположим, что рыночная цена облигаций и акций равна их балансовой стоимости. Ожидаемая инвесторами стоимость соответствующих видов источников капитала будет следующей:

Банковские кредиты	0.101
Долгосрочные облигации	0.09
Привилегированные акции	0.10
Обыкновенные акции	0.151

Рассчитайте средневзвешенную стоимость капитала компании, если ставка налога составляет 20 %.

*Задача 3.13.* Для инвестиционного проекта рассчитайте максимальную ставку размещения облигационного займа, если финансировать проект планируется за счет эмиссии облигаций и размещения акций на сумму 4 620 000 руб. с ожидаемой доходностью 28 % годовых. Денежные потоки от проекта имеют следующий вид:

Период	Денежный поток, руб.
0	(9 120 000)
1	1 000 000
2	5 000 000
3	10 000 000

Рассчитайте для данного проекта  $NPV$ , если облигации удалось разместить по ставке на 5 % ниже максимально допустимой величины.

Рассчитайте для данного проекта  $MIRR$ , если облигации удалось разместить по ставке на 5 % ниже максимально допустимой величины, а ставка реинвестирования составляет 10 %.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Учебное пособие «Механизмы финансового управления долгосрочными активами и капиталом корпорации» в сочетании с учебным пособием «Механизмы финансового управления» представляют собой логически целостный методический комплекс дисциплины, позволяющий обучающемуся (студенту направления магистр экономики, магистр менеджмента) получить необходимые знания, навыки и умения для формирования политики финансового управления корпорацией.

В данном учебном пособии рассмотрены вопросы операционного управления важной составляющей фондов обращения оборотного капитала – дебиторской задолженностью, представленное в разделе 1. Рассмотрены методы оценки эффективности инвестирования капитала в дебиторскую задолженность, методы сбора задолженности и инструменты управления дебиторской задолженностью.

Качество корпоративного управления и его эффективность определяется механизмом выплаты дивидендов, рассмотренным в разделе 2, и, в целом, дивидендной политикой. В учебном пособии описаны теории выплаты дивидендов, механизм формирования дивидендной политики корпорации, методы оценки дивидендных выплат и их влияние на стоимость корпоративных ценных бумаг.

Механизм принятия инвестиционных решений, описанный в разделе 3, логически завершает формирование целостной картины замкнутого контура финансового управления предприятием. В данном разделе описаны процедуры принятия инвестиционных решений, инструменты для их разработки и планирования, методы оценки эффективности таких решений.

Поскольку каждый раздел содержит помимо теоретической части, задания для практических занятий, а также вопросы и задания для самостоятельной работы, то работа с данным учебным пособием позволяет использовать представленные методические материалы как для организации обучения студентов в очной и заочной форме, так и для самостоятельного изучения данной дисциплины студентами и специалистами в области финансового управления.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Лиференко, Г.Н. Финансовый анализ предприятия [Текст]: учеб. пособие / Г.Н. Лиференко. – М.: Изд-во «Экзамен», 2008. – 160 с.
2. Герасимова, Е.Б. Управление капиталом [Текст]: учеб. пособие / Е.Б. Герасимова. – М.: ИНФРА-М, 2010. – 328 с.
3. Николаева, Т.П. Финансы предприятий [Текст]: учеб. пособие / Т.П. Николаева. – М.: Московский международный институт эконометрики, информатики, финансов и права, 2008. – 240 с.
4. Басовский, Л.Е. Финансовый менеджмент [Текст]: учеб. / Л.Е. Басовский. – М.: ИНФРА-М, 2009. – 240 с.
5. Гридчина, М.В. Финансовый менеджмент [Текст]: курс лекций / М.В. Гридчина. – 2-е изд., перераб. и доп. – К.: МАУП, 2010. – 160 с.
6. Ефимова, О.В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений [Текст]: учеб. / О.В. Ефимова. – 2-е изд., стер. – М.: Омега. – Л, 2010. – 350 с.
7. Бочарова, И.В. Анализ и оценка кредитоспособности заемщика [Текст]: учеб.-практ. пособие / И.В. Бочарова, Д.А. Ендовицкий. – М.: Изд-во «КноРус», 2008. – 264 с.
8. Деньги. Кредит. Банки [Текст]: учеб. пособие / О.И. Лаврушин [и др.]; под ред. О.И. Лаврушина. – М.: Изд-во КноРус, 2010. – 320 с.
9. Максютков, А.А. Банковский менеджмент [Текст]: учеб.-практ. пособие / А.А. Максютков. – М.: Альфа-Пресс, 2007. – 444 с.
10. Ковалев, А.К. Финансовый анализ: управление капиталом [Текст]: учеб. пособие / А. К. Ковалев. – М., 2009. – 246 с.
11. Ковалев, В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика [Текст]: учебник / В.В. Ковалев. – М.: Проспект, 2010. – 178 с.
12. Кукукина, И.Г. Управление финансами [Текст]: учеб. пособие / И.Г. Кукукина. – М.: Юристъ, 2012. – 267 с.
13. Мальцев, В.А. Финансовый менеджмент: введение в управление капиталом [Текст]: учеб. пособие / В.А. Мальцев. – Новосибирск, 2012. – 136 с.
14. Стоянова, Е.С. Финансовый менеджмент для практиков [Текст]: учеб. пособие / Е.С. Стоянова, М.Г. Штерн. – М.: Перспектива, 2012. – 268 с.

15. Финансовый менеджмент [Текст]: учеб. пособие / Г.Б. Поляк [и др.]; под ред. Г.Б. Поляка. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2012. – 527 с.
16. Павлов, Л.Н. Финансовый менеджмент. Управление денежным оборотом предприятия [Текст]: учеб. пособие. / Л.Н. Павлов. – М.: Финансы и статистика, 2013. – 103 с.
17. Сергеев, И.В. Экономика предприятия [Текст]: учеб. / И.В. Сергеев. – М.: ФиС, 2011. 204 с.
18. Шабалин, Е.М. Как избежать банкротства [Текст]: учеб. пособие / Е. М. Шабалин, Н. А. Кричевский. – М.: ИНФРА – М, 2006. – 250 с.
19. Кодацкий, В.П. Анализ прибыли предприятия [Текст] / В. П. Кодацкий // Финансы. – 2008. – №12. – С. 62-74.
20. Баканов, М.И. Теория экономического анализа [Текст] / М. И. Баканов. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 425 с.

Учебное издание

*Ирина Аркадьевна Калужских*

**МЕХАНИЗМЫ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ  
ДОЛГОСРОЧНЫМИ АКТИВАМИ И КАПИТАЛОМ КОРПОРАЦИИ**

*Учебное пособие*

Редактор Ю.Н. Литвинова  
Доверстка Т.С. Зинкина

Подписано в печать 19.09.2016. Формат 60×84 1/16.  
Бумага офсетная. Печать офсетная. Печ. л. 4,5.  
Тираж 100 экз. Заказ . Арт. - 34/2016.

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ  
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
«САМАРСКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ имени академика С. П. КОРОЛЕВА»  
(Самарский университет)  
443086, САМАРА, МОСКОВСКОЕ ШОССЕ, 34.

---

Изд-во Самарского университета.  
443086, Самара, Московское шоссе, 34.

