

В.В. Ковалев

ОСНОВЫ ТЕОРИИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Учебно-практическое пособие



Электронные версии книг на сайте
www.prospekt.org



• ПРОСПЕКТ •

Москва
2015

УДК 005.915
ББК 65.290-93
К56

Электронные версии книг
на сайте www.prospekt.org

Ковалев Валерий Викторович — доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой статистики, учета и аудита экономического факультета Санкт-Петербургского государственного университета, заслуженный деятель науки Российской Федерации. Окончил ЛГУ (1972) по кафедре теории вероятностей и математической статистике и аспирантуру в Ленинградском институте советской торговли (1984) по кафедре статистики. Основные направления научных интересов — учетно-аналитические аспекты управления финансами фирмы и проблемы конвергенции моделей бухгалтерского учета. Автор публикаций в области теории и практики бухгалтерского учета, анализа и финансового менеджмента.

Дополнительную информацию см. на сайтах <http://www.tcfm.ru>, <http://www.econ.pu.ru>

Ковалев В. В.

К56 Основы теории финансового менеджмента : учеб.-практ. пособие. – Москва : Проспект, 2015. – 544 с.

ISBN 978-5-392-16398-4

Книга представляет собой описание логики, принципов и техники управления финансами коммерческой организации. Изложен авторский подход к структурированию и сущностному наполнению финансового менеджмента, дана характеристика его фундаментальных концепций. Подробно охарактеризованы эволюция финансового менеджмента, его взаимосвязь с неоклассической теорией финансов и бухгалтерским учетом, принципы и информационное обеспечение процесса принятия решений финансового характера, логика моделей и критериев оценки финансовых активов и инвестиционных проектов.

Для студентов старших курсов, аспирантов и преподавателей экономических вузов, научных и практических работников, специализирующихся в области управления финансами и бухгалтерского учета.

УДК 005.915
ББК 65.290-93

Учебное издание

Ковалев Валерий Викторович

ОСНОВЫ ТЕОРИИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Учебно-практическое пособие

Оригинал-макет подготовлен компанией ООО «Оригинал-макет»

www.o-maket.ru; тел.: (495) 726-18-84

Санитарно-эпидемиологическое заключение

№ 77.99.60.953.Д.004173.04.09 от 17.04.2009 г.

Подписано в печать 15.08.2014. Формат 60 × 90¹/₁₆.

Печать цифровая. Печ. л. 34,0. Тираж 50 экз. Заказ №

ООО «Проспект»

111020, г. Москва, ул. Боровая, д. 7, стр. 4.

ISBN 978-5-392-16398-4

© В.В. Ковалев, 2014
© ООО «Проспект», 2014

Хорошо пользоваться капиталами в предприятии не значит расходовать их мало или много, но пользоваться ими разумно, таким образом, чтобы по возможности ни одна часть капитала не оставалась в праздности и не работала бесплодно.

Ж. Курсель-Сенель

ВВЕДЕНИЕ

Развитие акционерной собственности, транснациональных корпораций и финансовых рынков, особенно отчетливо проявившееся во второй половине XX в., оказало существенное влияние на теорию и практику в области финансов. С выходом в свет работ Г. Марковица по теории портфеля (1952 г.) и Ф. Модильяни и М. Миллера (1958 г.) по теории структуры капитала сформировалось крупное самостоятельное научное направление, известное как неоклассическая теория финансов и представляющее собой систему знаний об организации и управлении финансовой триадой: ресурсы, отношения, рынки.

Ключевыми разделами, послужившими основой формирования этой науки и (или) вошедшими в нее составными частями, явились: теория полезности, теория арбитражного ценообразования, теория структуры капитала, теория портфеля и модель ценообразования на рынке финансовых активов, теория ценообразования на рынке опционов и теория предпочтений ситуаций во времени. Основной вклад в развитие нового направления внесли представители англо-американской финансовой школы: Г. Марковиц, Ф. Модильяни, М. Миллер, П. Самуэльсон, Дж. Тобин, У. Шарп, Р. Мертон, Ф. Блэк и др. Многие из них впоследствии стали лауреатами Нобелевской премии.

Основные усилия исследователей были направлены на разработку теории и практики управления операциями на финансовых рынках — основном способе и месте мобилизации крупных объемов финансовых ресурсов, необходимых для функционирования крупных национальных и транснациональных компаний. Поначалу были разработаны методы оценки индивидуального финансового актива и общие подходы к прогнозированию тенденций на фондовом рынке, затем усилиями Г. Марковица была создана теория инвестиционного портфеля, содержащего некую комбинацию торгуемых активов. Предложенная Мар-

ковицем техника требовала множественных утомительных расчетов, с которыми практически не могли справиться слабосильные вычислительные машины. Усилиями ряда ученых (особенно отмечается роль У. Шарпа) был разработан упрощенный и более практичный вариант математического аппарата, получивший название однофакторной модели (или модели ценообразования на рынке финансовых активов).

Как известно, решения в области управления финансами представляют собой, по сути, некие комбинации двух типовых процессов — инвестирования (ключевой вопрос — куда вложить денежные средства?) и финансирования (ключевой вопрос — откуда взять требуемые ресурсы?). Исследования Марковица были посвящены инвестированию, что касается финансирования, то здесь ключевую роль сыграли труды Ф. Модильяни и М. Миллера.

Финансовые рынки и операции на них безусловно играют исключительно важную роль в экономике, однако ими не исчерпывается проблематика в области управления финансами фирмы. Дело в том, что непосредственное и активное взаимодействие с финансовыми рынками осуществляют крупные фирмы, в частности листинговые компании, число которых в любой стране не превышает и одного процента от общей численности хозяйствующих субъектов. Между тем проблемы управления финансами предприятия безусловно существуют и, естественно, не могут быть сведены лишь к операциям с финансовыми активами. Кроме того, бизнес стал усложняться по всем направлениям: финансовом, инвестиционном, организационном, информационном и др. Вот почему во второй половине XX в. ученые и практики стали уделять особое внимание технике и методам управления финансами фирмы и в начале 1960-х гг. на стыке трех областей научных знаний — неоклассической теории финансов, бухгалтерского учета и общей теории менеджмента — сформировалось самостоятельное научно-практическое направление, известное ныне как «финансовый менеджмент» (Financial Management) или «корпоративные финансы» (Corporate Finance). Существенный вклад в разработку нового направления внесли представители англо-американской финансово-аналитической школы. Одна из первых работ по корпоративным финансам была опубликована известными американскими специалистами Дж. Уэстоном и Т. Коуплэндом в 1962 г. и с тех пор многократно переиздавалась (см. [Weston, Copeland]). Центральная идея книги заключалась в разработке концептуальных основ процесса принятия значимых решений финансового характера. За прошедшие годы эта тематика стала исключительно популярной, а к ее разработке подключились такие известные ученые, как Дж. Ван Хорн, С. Росс, Р. Брейли, С. Майерс, Ю. Бригхем, Л. Гапенски, А. Шапиро (см. библиографию). В российскую науку и практику данное направление пришло сравнительно не-

давно — в начале 1990-х гг., когда совместно с западными коллегами стали реализовываться международные программы обучения и переподготовки российских преподавателей, студентов и практиков в области бухгалтерского учета, аудита и финансового менеджмента. К настоящему времени дисциплина «финансовый менеджмент» стала одной из наиболее востребованных в программах университетской подготовки экономистов высшей квалификации.

В классическом понимании *финансовый менеджмент трактуется как система управления финансами хозяйствующего субъекта (предприятия)*. Предмет этого направления — теория и практика принятия решений в отношении привлечения и использования предприятием финансовых ресурсов. Возможна и более широкая трактовка финансового менеджмента, включающая в его предмет помимо финансовых активов, ресурсов и отношений всю совокупность ресурсов и обязательств предприятия, поддающихся стоимостной оценке. Учитывая, что любые действия по реализации подобных отношений, в частности в приложении к коммерческой организации, немедленно сказываются на ее имущественном и финансовом положении, *финансовый менеджмент можно также трактовать как систему действий по оптимизации финансовой модели фирмы*. Подобная модель может быть построена различными способами, однако, принимая во внимание совокупность критериев, условностей, предпосылок и ограничений, следует признать, что наилучшей ее реализацией, несомненно, выступает бухгалтерский баланс фирмы, а потому возможно понимание финансового менеджмента как *системы действий по оптимизации баланса фирмы*.

В теоретическом плане финансовый менеджмент базируется на ключевых положениях неоклассической теории финансов; вместе с тем, управление финансами любого хозяйствующего субъекта представляет собой сугубо практическую деятельность, в которой равноважными являются вопросы привлечения капитала, оценки финансового положения фирмы, организации взаимодействия с кредиторами и дебиторами, исчисления финансового результата, выбора структуры оборотных активов, оценки инвестиционных проектов и др.

Предлагаемая читателю книга посвящена описанию логики работы финансового менеджера, идентификации, упорядочению и структурированию основных направлений его деятельности, используемых им методов, приемов и способов оценки и анализа. Рассмотрены лишь самые общие вопросы; более подробное изложение теории и практики финансового менеджмента можно найти в работах [Ковалев, 2006(а); Бригхем, Гапенски; Брейли, Майерс]. Кроме того, автор настоятельно советует читателю обратить внимание на практические расчеты и оценки. Для этого можно воспользоваться пособием [Кова-

лев, 2006(б)], в котором помимо задач приведены тесты для самостоятельного контроля знаний по курсу «Финансовый менеджмент». Уместно также напомнить, что изучению курса должно предшествовать надлежащее освоение материалов типовых курсов по бухгалтерскому учету (например, [Кутер; Ковалев, 2004; Соколов, Патров, Карзаева]), и финансовым вычислениям (например, [Ковалев, Уланов]). Рекомендуется также ознакомление с работами по международным стандартам финансовой отчетности (см. библиографию).

Глава 7 и разделы 19.2 и 10.3 написаны в соавторстве с д-р экон. наук Вит. В. Ковалевым.

Автор понимает, что книга не свободна от недостатков. Замечания и предложения по улучшению книги можно присылать в издательство или непосредственно автору по адресу v.kovalev@econ.ru.ru.

Глава 1

СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСАМИ ФИРМЫ: СУЩНОСТЬ И ЛОГИКА ОРГАНИЗАЦИИ

После изучения этой главы вы сможете получить представление:

- о сущности и месте финансов предприятия в финансовой системе страны;
- особенностях финансов в предприятиях различных организационно-правовых форм;
- функциях финансов и их значимости для решения основных задач, стоящих перед фирмой;
- месте финансовой службы в оргструктуре управления фирмой;
- принципах организации финансов фирмы;
- структуре системы управления финансами и функциях финансового менеджера.

1.1. Фирма (предприятие) в системе экономических отношений

В рамках современной экономической теории принято выделять макро- и микроэкономику. Макроэкономика занимается исследованием функционирования национальных экономических систем на основе формирующихся макропропорций (объекты изучения: общий уровень цен, занятость, национальный продукт, государственный бюджет, рынки продуктов, труда и капитала и др.). Микроэкономика исследует поведение отдельных экономических закономерностей и (или) субъектов (объекты изучения: цена отдельного ресурса, издержки, механизм функционирования фирмы, полезность, конкурентность, мотивация труда, действия потребителя и др.).

С известной долей условности можно утверждать, что ядром микроэкономической теории (по крайней мере, одним из ее ключевых разделов) является теория фирмы, в рамках которой изучается поведение фирмы как основной экономической ячейки любой национальной экономики. Справедливость этого тезиса очевидна, поскольку при разработке этой теории с неизбежностью затрагиваются и другие объекты изучения, идентифицируемые в рамках микроэкономического анализа, – цена, издержки, мотивация труда и др.

Заметим прежде всего, что в литературе можно видеть множественность наименований базовой экономической ячейки: фирма, компания, предприятие, организация и др. Известны различные вариации их определения, что предопределяет неоднозначность самого понятия «фирма (предприятие)». В частности, одно из весьма примечательных определений принадлежит известному немецкому ученому В. Зомбар-

ту (Werner Sombart, 1863–1941): «Предприятием (в самом широком смысле) мы называем всякое существование дальновидного плана, для проведения которого требуется длительное совместное действие нескольких лиц, подчиненное единой воле» [Зомбарт, с. 58]¹. В данной книге мы будем придерживаться определения, данного Р. Коузом (Ronald Coase, род. 1910): «Фирма есть система отношений, возникающих, когда направление ресурсов начинает зависеть от предпринимателя» [Теория фирмы, с. 19]. Поскольку предпринимательская деятельность – это деятельность, имеющая целью генерирование прибыли, данное определение подразумевает, что понятие фирмы закреплено за неким субъектом экономической деятельности, связанным с производством товаров или услуг; при этом предприниматель, целенаправленно используя привлеченные ресурсы, пытается получить устраивающую его прибыль.

В рыночной экономике координация взаимосвязей между фирмами осуществляется рынком, а координация действий внутри фирмы – ее администрацией. Безусловно, неявно предполагается, что рынок и администрация не являются безоговорочными монополистами при определении направлений и масштабов деятельности фирмы, поскольку любой хозяйствующий субъект действует в рамках правового поля, определенного международным и национальным законодательством; кроме того, многие аспекты деятельности фирмы регулируются ее учредительными документами, обычаями делового мира, этическими нормами.

В российском законодательстве понятие «фирма» не применяется, вместе с тем предусмотрено довольно большое разнообразие организационно-правовых форм в сфере бизнеса. Владение принципами и основаниями правового регулирования предпринимательской деятельности представляется исключительно важным для финансового менеджера, поскольку они нередко предопределяют возможность проведения той или иной финансовой и (или) хозяйственной операции, ее финансовые последствия и обязательства.

Субъектами гражданских правоотношений выступают физические лица (граждане) и юридические лица. Согласно ст. 48 Гражданского кодекса Российской Федерации (ГК РФ) юридическим лицом признается организация, которая имеет в собственности, хозяйственном ведении или оперативном управлении обособленное имущество, отвечает этим имуществом по своим обязательствам, может от своего имени приобретать и осуществлять имущественные и личные неимущественные права, нести обязанности, быть истцом и ответчиком в суде. По-

¹ Подробный комментарий к основным компонентам приведенной дефиниции можно найти в упомянутой работе.

мимо перечисленных признаков, юридическое лицо обязано иметь самостоятельный баланс или смету.

Право собственности в отношении некоторого имущества представляет собой абсолютное господство собственника над этим имуществом и выражается в совокупном наличии прав владения, пользования и распоряжения им. Право владения – это возможность фактического обладания имуществом. Право пользования – это основанная на законе возможность эксплуатации имущества с целью извлечения полезных свойств, поступлений и доходов, которые будут принадлежать лицу, использующему данное имущество. Право распоряжения состоит в праве определить юридическую судьбу имущества и выражается в том, что собственник может совершать в отношении своего имущества любые действия, не противоречащие законодательству и не нарушающие права других лиц (в частности, отчуждать имущество, сдавать его в аренду, уничтожить его). Именно собственник несет риск случайной гибели или случайного повреждения имущества.

Права хозяйственного ведения и оперативного управления относятся только к государственной или муниципальной собственности. Право хозяйственного ведения государственного или муниципального предприятия означает, что предприятие владеет, пользуется и распоряжается закрепленным за ним государственным или муниципальным имуществом в пределах, определяемых ГК РФ. Собственник имущества, находящегося в хозяйственном ведении, принимает решение по созданию, реорганизации и ликвидации предприятия, определяет предмет и цели его деятельности, назначает директора, осуществляет контроль за целесообразным использованием и сохранностью имущества и имеет право на получение части прибыли. Таким образом, без согласия собственника предприятие, получившее право хозяйственного ведения с момента передачи ему имущества, не вправе распоряжаться недвижимым имуществом (продавать, сдавать в аренду, отдавать в залог, вносить в качестве вклада в уставный капитал). Остальным имуществом, принадлежащим предприятию (это оборотные активы), оно распоряжается самостоятельно в рамках действующего законодательства и уставных документов. Продукция и доходы от использования имущества, находящегося в хозяйственном ведении, а также имущества, приобретенного им в ходе хозяйственной деятельности, поступают к нему в хозяйственное ведение и не могут стать его собственностью.

Субъектами права оперативного управления выступают: (а) унитарные предприятия, основанные на этом праве (казенные предприятия) и (б) учреждения, т. е. организации, созданные собственниками для осуществления управленческих, социально-культурных или иных функций некоммерческого характера и финансируемые ими полно-

стью или частично. Право оперативного управления значительно уже права хозяйственного ведения; в частности, казенное предприятие или учреждение вправе отчуждать или иным способом распоряжаться закрепленным за ним имуществом лишь с согласия собственника этого имущества, который, кроме того, вправе во внесудебном порядке изъять излишнее, неиспользуемое или используемое не по назначению имущество и распоряжаться им. Таким образом, лицо, владеющее государственным или муниципальным имуществом на праве оперативного управления, вправе владеть, пользоваться и распоряжаться им лишь в пределах, очерченных требованиями закона, целями своей деятельности, заданиями собственника и назначением имущества. Порядок распределения полученных казенным предприятием доходов определяется собственником.

Обособленность имущества означает его закрепление за юридическим лицом на одном из трех перечисленных вещных прав. Самостоятельность (или законченность) баланса означает, что в нем отражены все имущество, активы, пассивы, доходы и расходы предприятия. Смета, отражающая поступление и расходование финансовых средств, является формой организации имущественного обособления учреждений, ведущих некоммерческую деятельность.

Юридическое лицо подлежит обязательной государственной регистрации и действует на основании учредительных документов, в качестве которых могут выступать устав (для унитарных предприятий и некоммерческих организаций), либо учредительный договор (для хозяйственных товариществ), либо устав и учредительный договор (для других типов юридических лиц).

В зависимости от цели создания и деятельности юридические лица подразделяются на две большие группы: коммерческие и некоммерческие организации. Основная цель коммерческой организации – извлечение прибыли с последующим распределением ее среди участников. Целью некоммерческой организации является, как правило, решение социальных задач; при этом если организация все же ведет предпринимательскую деятельность, то полученная прибыль не распределяется между участниками, а используется для достижения социальных и иных общественно полезных целей. Поскольку в дальнейшем при изложении материала мы будем в основном ориентироваться на потребности и особенности функционирования коммерческих организаций (причем, как правило, крупных), приведем краткую характеристику их возможных организационно-правовых форм (рис. 1.1).

Хозяйственное товарищество представляет собой коммерческую организацию с разделенным на вклады участников складочным капиталом и может создаваться в форме полного товарищества и товарищества на вере (коммандитного).

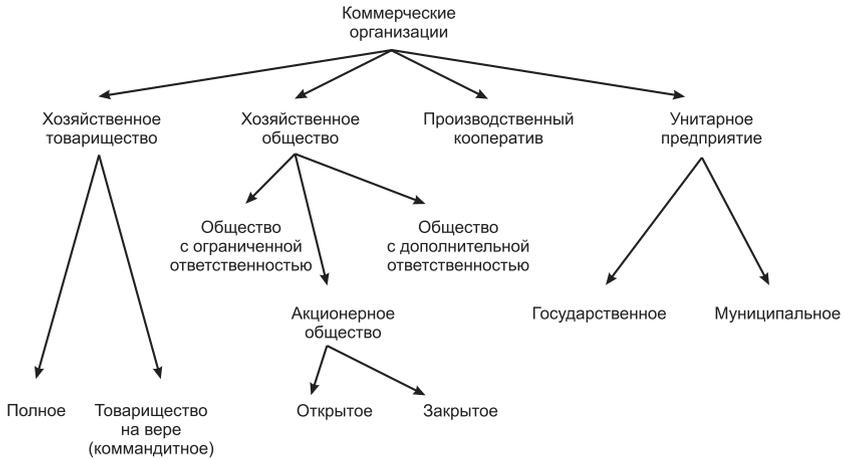


Рис. 1.1. Виды коммерческих организаций

Учредителями и одновременно участниками полного товарищества могут быть индивидуальные предприниматели и (или) коммерческие организации, причем количество участников (полных товарищей) должно быть не менее двух. Главный признак этой формы организации предпринимательской деятельности – неограниченная солидарная ответственность участников по обязательствам товарищества; иными словами, при недостаточности имущества товарищества для погашения требований кредиторов взыскание может быть обращено на личное имущество полных товарищей.

Товарищество на вере отличается от полного товарищества тем, что в нем, наряду с полными товарищами, имеются один или несколько участников-вкладчиков (коммандитистов), которые несут риск убытков, связанных с деятельностью товарищества, в пределах сумм внесенных ими вкладов и не принимают участия в предпринимательской деятельности. Вкладчиками могут выступать как физические, так и любые юридические лица.

Общество с ограниченной ответственностью (ООО) – это учрежденное одним или несколькими лицами общество, уставный капитал которого разделен на доли определенных учредительными документами размеров. Участники общества не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, связанных с его деятельностью, лишь в пределах стоимости внесенных ими вкладов. Участники, сделавшие вклад не в полном объеме, несут солидарную ответственность по обязательствам общества также в пределах стоимости неоплаченной части вклада каждого из участников. Число участников общества не может превышать предела, установленного Законом об обществах с ограниченной ответственностью; в противном случае оно должно быть преобразовано в течение года в акционерное об-

щество либо ликвидировано в судебном порядке. Размер уставного капитала не может быть меньше 100-кратного размера минимальной оплаты труда (МРОТ) в месяц на дату регистрации.

Общество с дополнительной ответственностью (ОДО) является по сути разновидностью ООО. Различие между ними в том, что участники ОДО принимают на себя ответственность по обязательствам общества не только в размере вкладов, внесенных в уставный капитал, но и другим своим имуществом в одинаковом для всех кратном размере к стоимости их вкладов, что фиксируется в учредительных документах. Очевидно, что в этом случае интересы кредиторов защищены в большей степени.

Акционерным признается общество, уставный капитал которого разделен на определенное число акций, при этом акционеры не отвечают по обязательствам общества и несут риск убытков, связанных с его деятельностью, лишь в пределах стоимости принадлежащих им акций. Участники общества, не полностью оплатившие акции, несут солидарную ответственность по обязательствам общества в пределах неоплаченной части стоимости принадлежащих им акций. Акционерное общество (АО), участники которого могут отчуждать принадлежащие им акции без согласия других акционеров, признается открытым акционерным обществом (ОАО); в том случае, если акции распределяются только среди участников общества или иного заранее определенного круга лиц, общество признается закрытым акционерным обществом (ЗАО). Если ОАО вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции, то ЗАО такого права не имеет.

Акционерное общество может быть создано одним лицом или состоять из одного лица – в случае приобретения им всех акций общества, однако в качестве единственного участника не может выступать другое хозяйственное общество, состоящее из одного лица. Число учредителей ОАО не ограничено; число учредителей ЗАО, согласно Федеральному закону «Об акционерных обществах», не может превышать 50; если этот лимит превышен, закрытое общество должно быть преобразовано в течение года в открытое.

Минимальный размер уставного капитала открытого общества должен составлять не менее 1000-кратного МРОТ, установленного федеральным законодательством на дату регистрации общества, а закрытого общества – не менее 100-кратного. Эти нормативы имеют существенное значение не только при учреждении предприятия, но и при осуществлении дивидендной политики, а также при оценке возможности реструктурирования источников средств предприятия в случае неудовлетворительного финансового состояния. Открытость ОАО также проявляется в том, что оно обязано ежегодно публиковать свою бухгалтерскую отчетность; состав публикуемой отчетности, а также порядок этой процедуры регулируются законодательством. В отличие от других видов коммерческих организаций, акционерное

общество имеет более широкие возможности привлечения средств; в частности, оно обладает правом на выпуск облигаций.

Производственный кооператив (артель) – это добровольное объединение граждан для совместной производственной или иной хозяйственной деятельности, основанной на их личном трудовом и ином участии и объединении его членами (участниками) имущественных паевых взносов. В отличие от вышеописанных форм организации бизнеса, членство в кооперативе предполагает личное трудовое участие в его деятельности. По своим обязательствам кооператив отвечает всем своим имуществом; при недостатке средств члены кооператива несут дополнительную ответственность в размерах и порядке, предусмотренных законодательством и уставом кооператива.

Унитарным предприятием (УП) признается коммерческая организация, не наделенная правом собственности на закрепленное за ней собственником имущество, которое является неделимым и не может быть распределено по вкладам (долям, паям). В форме унитарных предприятий могут быть созданы только государственные и муниципальные предприятия. Имущество, выделяемое унитарному предприятию при его создании, находится в государственной или муниципальной собственности и принадлежит предприятию на праве хозяйственного ведения или оперативного управления. Унитарное предприятие, основанное на праве хозяйственного ведения, создается по решению уполномоченного на то государственного органа или органа местного самоуправления; собственник имущества такого предприятия не отвечает по его обязательствам, за исключением случаев, когда банкротство вызвано действиями собственника. Унитарное предприятие, основанное на праве оперативного управления (федеральное казенное предприятие), создается по решению Правительства РФ на базе федеральной собственности. Такое предприятие несет ответственность по своим обязательствам только находящимися в его распоряжении денежными средствами; при недостатке средств государство несет субсидиарную ответственность по обязательствам предприятия.

Все коммерческие организации могут быть обобщенно поименованы термином «предприятие». Дело в том, что согласно ст. 132 ГК РФ, предприятие трактуется как имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. В свою очередь, предпринимательской называется самостоятельная, осуществляемая на свой риск деятельность, направленная на систематическое получение прибыли от пользования имуществом, продажи товаров, выполнения работ или оказания услуг лицами, зарегистрированными в этом качестве в установленном законом порядке (ст. 2 ГК РФ). Таким образом, термины «фирма», «компания», «коммерческая организация», «предприятие» в данной книге трактуются как синонимы.

Как видно из приведенного краткого описания, в зависимости от выбранной организационно-правовой формы предприятия могут создаваться различными способами, различна минимальная величина уставного капитала, неодинаковы способы мобилизации дополнительных ресурсов и гарантии интересов кредиторов. Все основные аспекты правового характера следует знать управленческому персоналу, в том числе финансовым менеджерам; эти аспекты должны учитываться ими в отношении как своего предприятия, так и имеющих и потенциальных контрагентов. Последнее представляется особенно важным, поскольку любая сделка с контрагентами содержит потенциальный риск утери ресурсов; виды сделок и способы снижения такого риска могут варьировать в зависимости от организационно-правовой формы контрагента.

В западной практике, имеющей, как известно, весьма солидный опыт в организации рыночной экономики, довольно распространен подход, согласно которому выделяют три основные организационно-правовые формы: индивидуальное частное предприятие, партнерство, акционерное общество (корпорация). Их значимость для национальной экономики различна, причем, как показывает статистика, ключевая роль принадлежит именно акционерным обществам¹. Так, в США ³/₄ общего числа фирм являются индивидуальными частными предприятиями (на них приходится около 10% общего объема продаж в стране), около 10% – партнерствами (примерно 4% объема продаж) и менее 20% – корпорациями (свыше 80% совокупного объема продаж) [Экономикс, с. 318–334]. Таким образом, наиболее существенна для экономики корпорация, а основными преимуществами подобной формы организации бизнеса являются: (а) ограничение ответственности собственников корпорации величиной принадлежащего им чистого капитала; (б) удобство и быстрота в смене собственников; (в) неограниченность деятельности по масштабам и видам; (г) диверсификация риска собственников.

¹ Эпоха акционерных обществ в Западной Европе началась в 1860-е гг., хотя начало акционерного движения относится к концу XIV – началу XV в. Так, в работе В. Зомбарта упоминается о генуэзских фирмах «Маон» (XIV в.) и «Casa di S. Giorgio» (1407), которые, по мнению автора, вполне могут рассматриваться как первые акционерные общества, т. е. предприятия, капитал которых делится на несколько частей, которыми и ограничивается ручательство участвующих в предприятии лиц [Зомбарт, с. 491]. Восточно-Индийская компания, зарегистрированная в 1600 г. указом английской королевы Елизаветы I (1533–1603), была первой компанией, формировавшей свой капитал путем привлечения финансовых ресурсов от широкого класса инвесторов. В России понятие «акционерная компания» известно с XVIII в. (в 1799 г. была учреждена известная «Российско-американская компания»), а с 1 августа 1805 г. это получило отражение в законах общего характера (подробнее см. работы А. Е. Шепелева и А. И. Каминки, указанные в библиографии).

В отечественной бизнес-среде аналогом корпорации (с позиции законодательства) является АО. Общие принципы организации и функционирования АО регулируются ГК РФ и Федеральным законом «Об акционерных обществах». Принципам и технике управления финансами в крупном АО как специфической и приоритетной форме организации бизнеса в рыночной экономике и будет уделено основное внимание в этой книге. Иными словами, если не делается оговорки, то речь идет об акционерных обществах, причем чаще всего открытого типа. Именно в этих компаниях циркулируют значимые финансовые потоки, они реализуют крупные проекты инвестирования и мобилизации капитала, для них характерен наиболее широкий спектр функций и методов управления финансами и могут быть разработаны некоторые унифицированные подходы к принятию решений финансового характера. Многие из рассмотренных методик носят стандартизованный характер, хотя бы с позиции логики их осуществления, и потому применимы к любым предприятиям, хотя, безусловно, отдельные решения (например, в области дивидендной политики и привлечения капитала путем эмиссии долговых ценных бумаг) с очевидностью ориентированы на акционерные общества.

1.2. Финансы: определения, сущность, функции

Содержательное наполнение экономической категории «финансы» менялось с течением лет. Так, по мнению одного из создателей и наиболее авторитетных систематизаторов¹ классической теории финансов про-

¹ Безусловно, термины типа «создатель, систематизатор науки» весьма условны и всегда субъективны. Более того, поиски единственного «отца» науки, равно как и любые категоричные суждения в отношении первичности вклада того или иного ученого в создание или обособление нового научного направления, как правило, бесперспективны (в особенности это характерно для общественных наук). Тем не менее традиционно принято олицетворять бухгалтерский учет с именем Л. Пачоли (Luca Pacioli, 1445–1517), а классическую теорию финансов – с именами Й. Зонненфельса (Joseph Sonnenfels, 1732–1817) и И. Юсти (Johannes Justi, 1720–1771). Ученые-финансисты дореволюционной России ставили имя Рау в одном ряду с такими именами, как Ж. Боден (Jean Bodin, 1530–1596), Й. Зонненфельс, И. Юсти, А. Вагнер (Adolph Wagner, 1835–1917). Произошло это благодаря исключительной популярности его книги «Основные начала финансовой науки», многократно переиздававшейся в разных странах (впервые она была опубликована в Германии в 1832 г.) и служившей в течение многих десятилетий базовым учебником во всех ведущих университетах Европы, в том числе России. В предисловии к русскому изданию книги Рау отмечалось, что «это единственный труд во всех европейских литературах, представляющий полное изложение науки во всех ее частях». Профессор Венского университета Л. Штайн (Lorentz Stein, 1815–1890) считал книгу Рау сокровищем немецкой литературы [Лебедев, с. 65]. Справедливости ради отметим, что существуют и более сдержанные оценки относительно вклада Рау в теорию финансовой науки. По мнению Й. Шумпетера (Joseph Schumpeter,

фессора Гейдельбергского университета К. Рау (Karl Rau, 1792–1870), слово «финансы» было в средневековой латыни; в XIII–XIV вв. были широко распространены выражения *finatio*, *financia*, а также *financia pecuniaria*, означавшие обязательную уплату денег. В свою очередь эти выражения произошли от слова *finis*, которое подразумевало срок уплаты. В старинном канцелярском языке *finis* имело еще несколько значений, а именно: договор, которым оканчивался судебный иск, и истекающую из него уплату, затем договор, совершавшийся перед королем при покупке земли и писавшийся в форме приговора (*quasi litis terminus*), а также пошлину, вносимую королю при совершении подобных покупок, уплату арендной суммы арендатором или фермером новому арендатору или землевладельцу, а также денежные пени. В английском языке термин «финансы» (*finance*) увязывают также со словом *fine*, означавшим денежную пеню, пошлину за привилегию и т. п., которое, по мнению исследователей, появилось в английском языке не ранее нормандского завоевания Англии, т. е. второй половины XI в. (подробнее см.: [Рау, с. 1–2]). В дальнейшем под финансами стали понимать совокупность принудительных платежей в пользу монарха, государства, публично-правового союза.

Рау отмечает, что в некоторых странах слово «финансы» имело «дурное значение может быть потому, что напоминало выражения *fein* (тонкий, хитрый) и *erfinderisch* (изобретательный), и сами *finationes* со многими притеснениями» [Рау, с. 2]. Поэтому некоторые исследователи ставили этот термин в один ряд со словами «грабеж», «живодерство», «лихоимство», «неправда», «зависть», «ненависть» и др. Подобная негативная окраска термина «финансы» отчасти была оправдана, поскольку на протяжении всей истории становления государственности можно наблюдать за изощренностью властей в сборе доходов для казны (см. примеры в разд. 11.1).

В французской литературе второй половины XVI в. *finance* означало денежную сумму вообще и государственный доход в особенности, а выражение *les finances* означало все государственное достояние и состояние правительственного хозяйства. В дальнейшем именно под влиянием французского языка упоминавшийся выше дурной смысл термина «финансы» был окончательно вытеснен.

1883–1950), Рау «был человеком трезвого ума, эрудированным и посредственным. Но если для написания учебника, пользующегося популярностью, требуются еще какие-то качества, то он, очевидно, ими обладал. О чрезвычайном успехе его [учебника] свидетельствует не только множество переизданий, но и – в значительной мере – тот факт, что Адольф Вагнер счел нужным переделать этот учебник вместо того, чтобы заменить его совершенно новым. Как преподаватель Рау достоин высокого места в истории экономической науки, хотя не многое может быть сказано в пользу его книги, за исключением того, что он очень тщательно отсортировал богатый фактический материал» [Шумпетер, т. 2, с. 658].

Профессор И. Я. Горлов, перу которого принадлежит один из первых капитальных, систематизированных трудов по теории финансов в России, в целом повторяя результаты исследований Рау по этимологии термина «финансы», тем не менее приходит к несколько иному выводу: «Всего однако же вероятнее, что *финансы* произошли от древнесаксонского слова *Fine*, которое доселе на английском языке удержало значение подати. Это *fine* хотели олатынить точно так, как множество других слов в средние времена, и отсюда возникло целое семейство слов: *finare, finator, finatio, financia* и проч.» [Горлов, с. 4].

В экономической науке термин «финансы» начал активно применяться с возникновением камералистики (середина XVIII в.), один из разделов которой был посвящен систематизации способов пополнения государственной казны. В течение последующих 200 лет это понятие рассматривалось исключительно в привязке к государству и публичным союзам, а его трактовка оставалась по сути неизменной. Наиболее общая трактовка такова: *финансы – это средства государства, полученные в виде денег, материалов, услуг.*

В России, как и в других странах, термин «финансы» с момента его появления в отечественной литературе также однозначно трактовался как совокупность доходов государственной казны. Так, анонсируя сочинение Н. И. Тургенева «Опыт теории налогов» (напомним: это был 1818 г.) и одновременно давая ему высокую оценку, анонимный автор, подписавший свой труд инициалами Ф. Г., отмечал: «Человек – беспечный юноша – тратит не думая... приближаясь к возмужалости... начинал рассуждать, для чего и по какому праву требуют от него службы личной и пожертвований денежных, а правительство, со своей стороны, захотело удостовериться обстоятельнее посредством статистических исследований, сколько и с кого взять может – и вот начало финансов (науки о государственных доходах) и системы податей и налогов» [Несколько мыслей..., с. 9–10].

Весьма развернутые и четкие определения были даны одним из лучших специалистов дореволюционной России в области финансового права, профессором Петербургского университета В. А. Лебедевым (1833–1909): «Все вообще средства, которые государство может иметь для выполнения своих целей, – будут ли эти средства заключаться в личных услугах граждан или в разных вещественных материалах, капиталах, денежных сборах и проч. – все они могут быть названы финансами. Хозяйственная деятельность государства, направленная на приобретение материальных средств, составляет финансовое хозяйство. Правила финансового хозяйства, облеченные в известные законодательные нормы, будут финансовым законодательством или финансовым правом. Теоретическое исследование всех этих основных поня-

тий, т. е. финансов, финансового хозяйства, финансового права, составляет финансовую науку» [Лебедев, с. 5].

Приведенная трактовка финансов была традиционной для начала XX в. и с незначительными вариациями повторялась в монографиях и пособиях. Так, в опубликованной в 1912 г. работе «Конспект лекций о народном и государственном хозяйстве, читанных Его Императорскому Высочеству Великому Князю Михаилу Александровичу в 1900–1902 гг.» С. Ю. Витте (1849–1915) привел схожее определение финансов: «... с конца XVII века... под словом финансы... стали понимать всю совокупность государственного имущества и вообще состояние всего государственного хозяйства. В смысле всей совокупности материальных средств, имеющихся в распоряжении государства – его доходов, расходов и долгов, – понимается это слово и теперь. Таким образом, точнее науку о финансах можно определить как науку о способах наилучшего удовлетворения материальных потребностей государства» [Витте, с. 4].

К середине XX в. по мере становления и интернационализации крупного бизнеса и развития финансовых рынков как основного инструмента финансирования деятельности корпораций трактовка термина «финансы» меняется с учетом новых реалий. В ней все больший акцент начинают получать мотивы, связанные с циркуляцией финансовых ресурсов в сфере частного бизнеса.

Приведем ряд определений категории «финансы», наиболее характерных для современной англо-американской финансовой школы, доминирующей в настоящее время в этой области.

Л. Гитман (Lawrence Gitman) дает следующее определение: «Финансы – это искусство и наука управления деньгами. Финансы охватывают процессы, институты, рынки и инструменты, имеющие отношение к циркуляции денежных средств между индивидуумами, фирмами и правительствами» [Gitman, с. 4]¹. Хотя формально приведенное определение акцентирует внимание на денежных средствах, из упоминания о рынках и инструментах становится понятно, что фактически объект исследования финансов как науки трактуется Гитманом более широко, поскольку циркуляция денежных средств – лишь один из элементов системы финансов в условиях рынка. Определение Гитмана – одно из немногих определений в рамках англо-американской

¹ Как известно, далеко не всегда при переводе с одного языка на другой достигается адекватность сущностного наполнения оригинального и переведенного терминов. В данном случае мы как раз сталкиваемся с этой проблемой. Гитман использует термины «*art*» (искусство, навыки) и «*science*» (наука, систематизированное знание). Основной акцент в термине «*art*» делается на неформализуемость (например, интуицию, навыки, способности, приобретенные опытным путем); напротив, термин «*science*» подразумевает систематизированность, формализуемость, обоснованность, логичность.

школы, в котором, во-первых, не забыты публичные финансы и, во-вторых, подчеркивается значимость неформализованных методов управления финансами.

В словаре Р. Паркера можно найти следующее определение: «Финансы – обобщенный термин, используемый для характеристики монетарных ресурсов и способов их генерирования и использования» [Parker]. Под монетарными ресурсами понимаются активы, имеющие фиксированную денежную ценность, не зависящую от изменения цен и способную меняться лишь в результате индексации. К ним относятся денежные средства (наличные или в кассе, на расчетном счете), отдельные виды облигаций, предоставленные кредиты, дебиторская задолженность и др. Несложно заметить, что в данном случае речь идет: (а) о некоторых объектах учета, приводимых в известной финансовой модели предприятия – бухгалтерском балансе, точнее, в его активе; (б) о некоторых финансовых методах и инструментах, используемых для формирования и распределения монетарных ресурсов.

В Словаре современной экономики приводится следующее определение: «Финансы – в узком смысле могут быть интерпретированы как капитал в монетарной форме, т. е. в форме фондов, выданных или полученных, как правило, с долгосрочной целью, с помощью финансового рынка или института. В широком смысле этот термин относится к фондам, полученным из любых источников и используемым для несения любых расходов» [Dictionary ...]. Данное определение корреспондирует с определением Паркера, а его особенности этого определения таковы: (а) речь идет об объектах учета, отражаемых либо в активе баланса (например, кредит полученный), либо в пассиве баланса (например, кредит выданный); (б) используется понятие «капитал», причем подчеркивается долгосрочный целевой характер операции по формированию фондов.

В отечественной литературе термином «финансы» традиционно обозначают совокупность экономических отношений, возникающих в процессе формирования и использования фондов денежных средств у субъектов, участвующих в создании совокупного общественного продукта (см.: [Финансы, деньги, кредит, с. 29]). Поскольку в качестве субъекта может выступать государственный орган, частное предприятие, некоммерческая организация, домашнее хозяйство, в приведенном определении подразумеваются как централизованные, так и децентрализованные фонды денежных средств.

Строго говоря, финансы не могут быть сведены лишь к фондам денежных средств, поскольку не исключены операции финансового характера, осуществляемые без участия денежных средств; в частности, это операция купли-продажи, когда договором не исключается воз-

возможность уплаты за товар неденежными активами, выплата дивидендов акциями, вклад в уставный капитал неденежных средств.

Используя логику рассуждения представителей англо-американской школы, **финансы** можно определить как совокупность финансовых объектов и способов управления ими. Под финансовыми объектами понимаются финансовые активы и обязательства, а управление ими означает систему организации эффективного их функционирования. Структурно она выражается в создании в стране определенной финансовой системы государственных финансовых органов и учреждений, финансовых институтов и рынков, а ее функционирование осуществляется путем применения к финансовым объектам различных финансовых методов и инструментов. Составные элементы приведенного определения будут обсуждаться в разделах книги.

Финансы могут быть классифицированы по различным признакам, но наиболее важной классификацией является подразделение на *централизованные* (публичные) и *децентрализованные*: первые обслуживают отношения государственных органов и органов местной власти, вторые – сферу частного бизнеса и домашние хозяйства.

Для публичных финансов сущностными признаками являются денежный характер сопутствующих экономических отношений, безвозмездность и безвозвратность платежей хозяйствующими субъектами и населением в государственные и муниципальные бюджеты и во внебюджетные фонды, обязательность и принудительность денежных отношений с субъектами и населением. Основными функциями публичных финансов являются обеспечивающая, распределительная, контрольная и регулирующая (подробнее см.: [Финансы / под ред. В. В. Ковалева, с. 8–13]).

В децентрализованных финансах наиболее значимую роль играют финансы коммерческих организаций; их сущностная характеристика будет приведена ниже.

1.3. Финансы фирмы в финансовой системе страны

Деятельность любой фирмы, в том числе финансовая, не может рассматриваться изолированно; в частности, система управления финансами компании является элементом более крупной системы. В этой связи напомним коротко, что с позиции макроэкономики в народном хозяйстве различают четыре экономических субъекта: (а) государственный сектор; (б) предпринимательский сектор; (в) сектор домашних хозяйств и (г) заграницу. Каждый из этих секторов пронизан сетью финансовых отношений; безусловно, имеется специфика в управлении финансами в отдельном секторе, вместе с тем очевидно,

что финансы каждого из них являются лишь элементом взаимосвязанной системы финансов в целом. Один из вариантов представления системы финансов страны и финансовых потоков между ее системообразующими элементами приведен на рис. 1.2.

Логика приведенной схемы очевидна. На ней представлены все упоминавшиеся субъекты финансовых отношений, аккумулирующие фонды денежных средств и использующие их в соответствии с собственными потребностями. Поскольку в развитой рыночной экономике ни один из этих субъектов не может быть самодостаточным и (или) не желает самоизоляции от других субъектов, между ними устанавливаются определенные финансовые отношения, осуществляются переливы ресурсов, в том числе финансовых, от одного субъекта к другому. Как правило, коммерческие и финансовые операции между субъектами осуществляются через банковскую систему, которая представлена в центре схемы.

Государственные финансы являются важнейшим средством перераспределения стоимости общественного продукта и части национального богатства. В основе их лежит система бюджетов: федеральный, республиканские, местные. Отдельным элементом в системе государственных финансов являются внебюджетные фонды, главное назначение которых состоит в финансировании отдельных целевых мероприятий. Основными внебюджетными фондами являются: (а) Пенсионный фонд; (б) Фонд социального страхования РФ; (в) Федеральный фонд и территориальные фонды обязательного медицинского страхования.

В блоке «Децентрализованные финансы» представлены три типа принципиально различающихся субъектов: (а) домашние хозяйства; (б) некоммерческие организации; (в) коммерческие организации. В отличие от организаций, являющихся юридическими лицами, домашнее хозяйство представляет собой экономическую единицу как группу лиц, принимающих совместные экономические решения. Домашние хозяйства не только выступают в роли потребителей товаров и услуг, предлагаемых на рынках, но и являются поставщиками факторов производства. В экономически развитом обществе, когда на руках у населения скапливаются большие объемы денежных средств, эти средства могут играть определенную роль в функционировании финансовой системы страны¹.

Что касается двух типов организации, то с позиции финансов им также присуща специфика. Так, некоммерческие организации получают финансирование, в основном, из различных бюджетов (безусловно,

¹ Финансы домашних хозяйств – одна из дискуссионных экономических категорий. Подробнее см.: [Белозеров].

существуют и некоммерческие организации, создаваемые коммерческими структурами, финансируемые ими по сметам и выполняющие предусмотренные учредительными документами услуги в интересах своих учредителей). Напротив, организации коммерческие генерируют собственные фонды, в том числе за счет прибыли, которые используют, основываясь, в основном, на критериях экономической целесообразности.

В нижней части схемы приведен блок «Финансовые рынки». В отличие от субъектов финансовых отношений, представленных в других блоках схемы, финансовый рынок выполняет посредническую функцию: он не является собственником финансовых ресурсов, а лишь помогает оптимизации использования совокупных финансовых ресурсов. Обособление этого блока обусловлено тем обстоятельством, что в современной теории финансов именно финансовые рынки рассматриваются как основной элемент системы финансирования крупного частного бизнеса, определяющего как глобальную, так и национальные экономические системы. Основными участниками финансовых рынков являются инвесторы и финансовые посредники (финансовые и инвестиционные компании, банкирские дома, инвестиционные фонды и др.); первые предлагают рынку свободные денежные средства, вторые организуют их размещение, а также помогают компаниям, нуждающимся в долгосрочном финансировании, найти оптимальную структуру источников средств.

Каждое звено финансовой системы в свою очередь подразделяется на подзвенья в зависимости от отраслевой принадлежности субъектов, форм собственности, характера деятельности и т. п. со своей организационной структурой, функциями, целями и задачами. Суть взаимосвязей между выделенными сферами и звеньями финансовой системы состоит во взаимном финансовом обеспечении их деятельности и выражается в виде налогов, сборов, отчислений, пошлин, штрафов, ассигнований и др. В основе этих взаимосвязей находятся финансы хозяйствующих субъектов, точнее, финансовое обеспечение воспроизведенных затрат, осуществляемое в трех формах: самофинансирование, кредитование, государственное финансирование. Оптимизация соотношения между перечисленными формами финансового обеспечения осуществляется государством путем финансовой политики.

Роль всех обособленных на рис. 1.2 субъектов финансовых отношений не равнозначна: хотя каждый из выделенных блоков играет немаловажную роль в нормальном функционировании финансовой системы, в рыночной экономике финансы хозяйствующих субъектов (точнее, коммерческих организаций) все же имеют вполне очевидную доминанту.

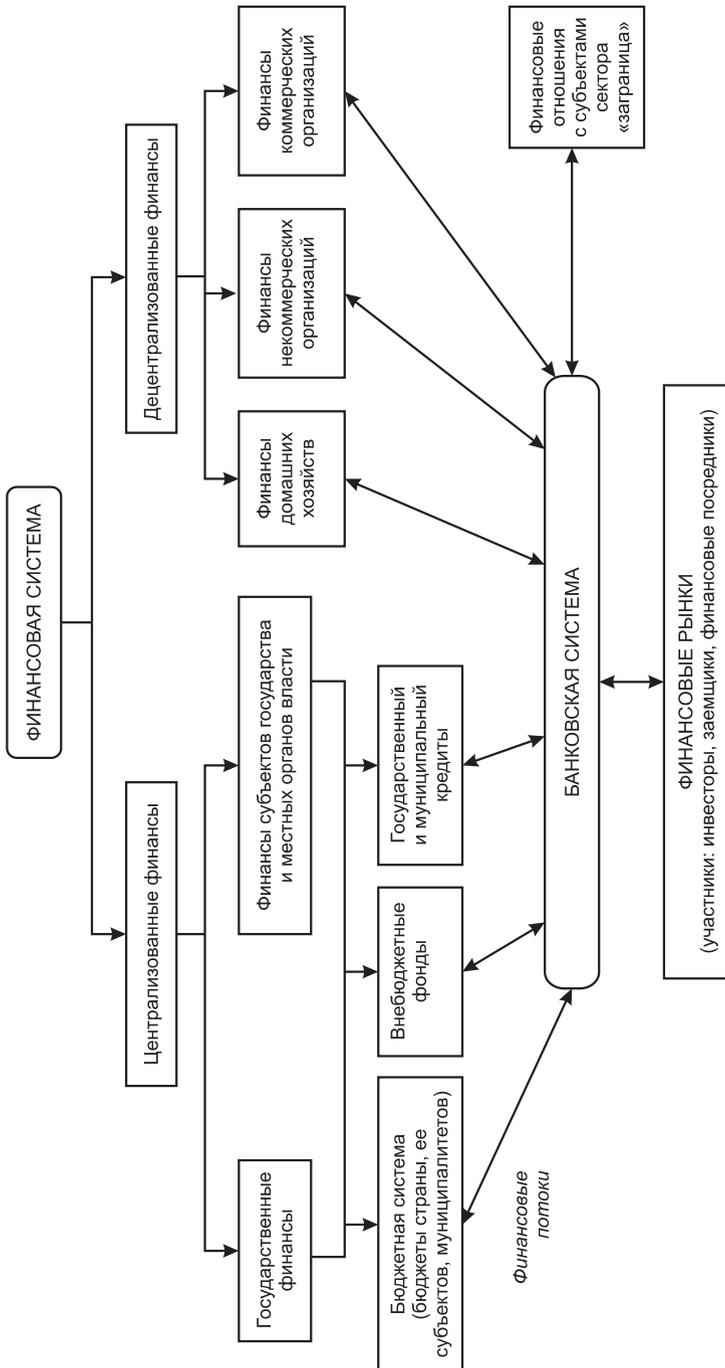


Рис. 1.2. Структура финансовой системы страны

В организационном плане базовой ячейкой экономической системы в любой стране является хозяйствующий субъект (юридическое лицо). Уже упоминалось о том, что ГК РФ дается понятие юридического лица, приводятся его типы, классификация, отличительные особенности каждого типа. В зависимости от государственной политики и принципов организации экономики доминирующую роль в ее функционировании и развитии может играть тот или иной тип хозяйствующих субъектов. Как показывает мировой опыт, в реальной рыночной экономике особую роль играют коммерческие организации, т. е. организации, основной целью деятельности которых является извлечение прибыли. Именно эти организации, образно говоря, создают «пирог», т. е. формируют добавочную стоимость, которая в дальнейшем делится между государством, физическими и юридическими лицами.

Начавшийся в нашей стране в конце 1980-х гг. процесс либерализации централизованно планируемой экономики (в литературе ее называют также директивной, командной, административно-командной) породил немало проблем в отношении управления финансами хозяйствующих субъектов. В принципе, это вполне объяснимо, поскольку между директивной и рыночной экономикой существует немало отчетливо выраженных различий.

Характеристика некоторых различий двух типов экономики

Классификационный признак	Централизованно планируемая экономика	Рыночная экономика
Экономическая цель функционирования	Объемные показатели и темпы их роста	Прибыль и рентабельность
Система финансирования экономики	Доминанта бюджетного финансирования	Доминанта механизма рынка капитала
Механизм достижения	Фондирование	Рыночные отношения
Ограничения	Ресурсы	Спрос
Рынок ценных бумаг	Отсутствует	Важнейший элемент экономической системы
Мотивация деятельности субъекта хозяйствования	Приказы, инструкции, планы, квазидоговоры	Договоры
Мотивация деятельности работников	Сочетание материальных и моральных стимулов	Материальные стимулы
Доминирующие связи в отношениях хозяйствующих субъектов	Вертикальные	Горизонтальные
Приоритетность в управлении ресурсами	Не устанавливалась	Ведущее значение финансовых ресурсов
Роль бухгалтерского учета на предприятии	Осуществление контрольной функции	Осуществление информационно-советующей функции

Окончание табл.

Классификационный признак	Централизованно планируемая экономика	Рыночная экономика
Система контроля деятельности субъекта хозяйствования	Различные формы централизованного контроля (ведомственный, партийный, народный и др.)	Независимый аудит
Основной источник информации при заключении сделок и договоров	Указания вышестоящего органа управления	Бухгалтерская отчетность
Роль профессиональных общественных институтов в различных сферах экономики	Номинальная	Реальная

Вероятно, одно из самых примечательных различий – кардинальное изменение роли финансовых ресурсов, что в немалой степени предопределяет усиление роли финансового менеджмента. Логика рассуждений здесь очевидна и может быть представлена следующим образом.

Функционирование любого предприятия носит циклический характер. В пределах одного цикла осуществляется привлечение необходимых ресурсов, соединение их в производственном процессе, реализация произведенной продукции и получение конечных финансовых результатов. В условиях рыночной экономики происходит смещение приоритетов в объектах и целевых установках системы управления объектом хозяйствования. Как известно, укрупненными и относительно самостоятельными экономическими объектами, составляющими сферу приложения общих функций управления, являются денежные средства (точнее, финансовые ресурсы), трудовые ресурсы, средства и предметы труда.

В централизованно планируемой экономике приоритеты в управлении этими объектами, как правило, не расставлялись. Такой подход был понятен и вполне естествен. Присущие этому типу экономики тотальное планирование, централизация, а также лимитированность ресурсов с необходимостью предусматривали введение жесткого их фондирования. Свобода в манипулировании ресурсами, их взаимозамещении была весьма ограниченной. Кроме того, предприятия были поставлены в жесткие финансовые рамки и не могли выбирать наиболее рациональную (по их субъективному мнению, естественно) структуру всех используемых ресурсов.

В условиях рыночной экономики централизованно устанавливаемые ограничения в значительной степени снимаются (отменяются лимиты, снижается роль централизованного снабжения и др.), а эффек-

тивное управление как раз и предполагает оптимизацию ресурсного потенциала предприятия. В этой ситуации резко повышается значимость эффективного управления финансовыми ресурсами. От того, насколько эффективно и целесообразно они трансформируются в основные и оборотные средства, а также в средства стимулирования рабочей силы, зависит финансовое благополучие предприятия в целом, его владельцев и работников. Финансовые ресурсы в этих условиях приобретают первостепенное значение, поскольку это единственный вид ресурсов предприятия, трансформируемый непосредственно и с минимальным временным лагом в любой другой вид ресурсов.

Тезис о приоритетности управления финансовыми ресурсами может быть подтвержден при рассмотрении динамики управленческого процесса (рис. 1.3).

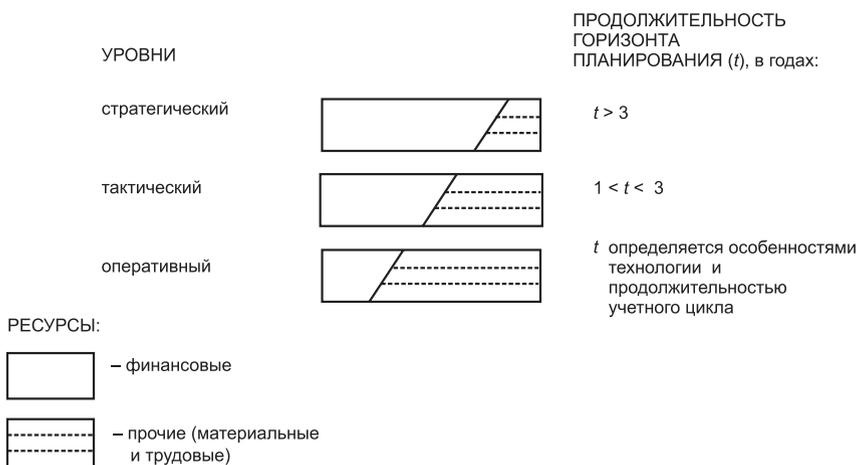


Рис. 1.3. Структура ресурсов для различных уровней управления

Стратегия управления заключается в выборе и обосновании политики привлечения и эффективного размещения ресурсов (в том числе финансовых средств) коммерческой организации, *тактика управления* – в конкретизации поставленных целей в виде системы планов и их ресурсного обеспечения по различным параметрам (временному, материально-техническому, информационному, кадровому и т. д.). В зависимости от горизонта планирования состав и структура используемых или планируемых к использованию ресурсов существенно различаются. Так, если весь объем ресурсов на каждом уровне управления (стратегический, тактический, оперативный) условно принять за единицу, то на стратегическом уровне ($t > 3$ лет) большая доля будет приходиться на финансовые ресурсы; напротив, на оперативном уровне (определяется особенностями технологии производственного про-

цесса и продолжительностью учетного цикла) большая доля будет приходиться на материальные и трудовые ресурсы.

Следовательно, можно сделать два основных вывода. Во-первых, в той или иной степени роль финансовых ресурсов важна на всех уровнях управления, однако особое значение она приобретает в плане стратегии развития предприятия¹. Таким образом, финансовый менеджмент как одна из основных функций аппарата управления приобретает ключевую роль в условиях рыночной экономики. Во-вторых, финансовые ресурсы как основной компонент системы бухгалтерского учета представляют собой связующее звено между учетом и финансовым менеджментом, что предопределяет их тесную взаимосвязь.

Таким образом, приведенная схема и пояснения к ней позволяют нам понять как логику обособления финансов коммерческих организаций в финансовой системе страны, так и очевидную значимость этого блока.

1.4. Сущность и функции финансов фирмы

Современная теория финансов тесно связана с теорией фирмы, в отношении которой считается, что начало ее становления было положено работой А. Смита (Adam Smith, 1723–1790) «Богатство народов», в которой он исследовал соотношение между рыночной ценой продукта (т. е. ценой, по которой он переходит из рук в руки) и так называемой естественной ценой, или ценностью (т. е. ценой, определяемой затратами, необходимыми для производства данного продукта). Основная идея Смита состояла в том, что конкуренция приводит к уравниванию рыночной и естественной цен. Последующие исследователи – У. Джевонс (William S. Jevons, 1835–1882), А. Маршалл (Alfred Marshall, 1842–1924), Дж. Кларк (John B. Clark, 1847–1938), Э. Чемберлин (Edward H. Chamberlin, 1899–1967) и другие – ввели в теорию анализ спроса, предельную полезность, рыночную конкуренцию, исторический и институциональный аспекты.

Существуют различные представления фирмы: например, как совокупность бизнес-процессов, как совокупность денежных потоков. Нас будет интересовать именно представление в терминах финансов. Функционирование любой фирмы с неизбежностью предполагает ее взаимодействие с различными рынками, на которых фирмы мобилизуют требуемые ресурсы (факторы производства) и продают свою про-

¹ Заметим, что существуют разные интерпретации понятий «стратегический», «тактический» и «оперативный»; в частности, в теории менеджмента принято разделять такие характеристики, как «стратегический» и «долгосрочный». Множественность трактовки некоторых понятий в научной литературе не является критической; важно лишь знать об этом.

дукцию (услуги). В подавляющем большинстве случаев операции фирмы на любом рынке выражаются в терминах финансов; именно этим объясняется важность финансовых решений, отмеченная как финансистами, так и специалистами в области теории промышленности и управления фирмой (см.: [Хэй, Моррис; Милгром, Робертс]). Не случайно последние исследования в рамках экономической теории предполагают интегрирование в единую, так называемую полную модель, состоящую из трех частных моделей: (а) финансовой (описание политики фирмы в отношении генерирования требуемых ей фондов и положения ее ценных бумаг на фондовом рынке); (б) рыночной (определение политики фирмы в отношении цены и объема выпуска продукции через спрос и предложение) и (в) расходной (описание политики фирмы в отношении расходования аккумулированных фондов на рыночные инвестиции, исследования и разработки и физические инвестиции) (подробнее см.: [Хэй, Моррис, т. 1, с. 32–35]).

Приведенные названия моделей довольно условны. На рис. 1.4 приведена полная модель организации и поведения фирмы (в трактовке Хэя и Морриса). Несложно заметить, что все элементы этой модели выражаются и интерпретируются в терминах финансов; поэтому без особого преувеличения можно утверждать, что ключевую роль здесь играет финансовая компонента.

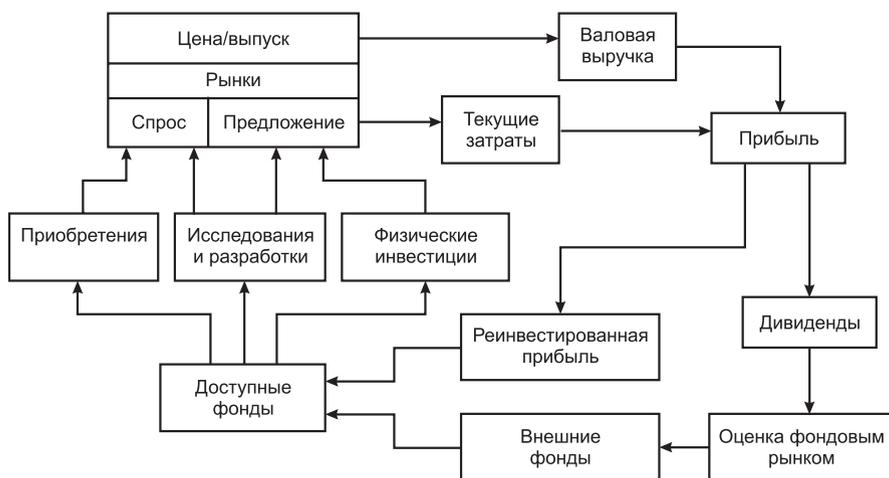


Рис. 1.4. Полная (финансовая) модель организации и поведения фирмы (в трактовке Д. Хэя и Д. Морриса)

Фирма, имея определенные производственные мощности, выходит со своей продукцией на рынок. При этом цена (определяется рынком

через механизм спроса и предложения) и выпуск (определяется емкостью рынка и масштабами деятельности фирмы), как основные параметры, идентифицированные в теории фирмы, формируют ее общую выручку. После покрытия общих затрат, связанных с производством и продажей продукции, выручка трансформируется в прибыль, часть которой изымается собственниками в виде дивидендов, а оставшаяся часть реинвестируется в деятельность фирмы, т. е. происходит наращивание источников средств (фондов). Дивидендная политика является одним из важнейших факторов оценки фирмы на рынке капитала, в значительной степени способствующим наращиванию источниковой базы (т. е. росту фондов) в виде дополнительных поступлений от лендеров (имеется в виду, что успешно работающая фирма может при необходимости выпустить облигационный заем, получить долгосрочный кредит и др.). Имеющиеся в распоряжении фирмы фонды финансовых ресурсов используются ею на вложения в развитие материально-технической базы, исследования и разработки (поиск новых вариантов приложения капитала и совершенствование используемой техники и технологии), приобретение новых производств и бизнесов.

Итак, финансовая компонента имеет исключительно важное значение для формирования завершенной теории фирмы. Вместе с тем очевидно, что любая фирма функционирует не изолированно: она находится в определенной социально-экономической и правовой среде, т. е. является лишь элементом (хотя и весьма важным) единой экономической системы.

По мнению А. Салтера (J. Arthur Salter), «нормальная экономическая система работает сама по себе. Ее текущие операции проходят вне централизованного контроля, она не нуждается в центральном органе. По многим видам человеческой деятельности и человеческих потребностей предложение приспособливается к спросу, а производство – к потреблению благодаря автоматическому, гибкому и реагирующему на изменения процессу» [см.: Теория фирмы, с. 12].

Приведенное утверждение представляется достаточно акцентированным в том смысле, что чрезмерная абсолютизация доминанты рыночного, децентрализованного регулирования деятельности фирмы (в том числе финансовой) вряд ли оправданна. Не случайно указывают еще на два регулирующих механизма: (а) собственно предприниматель-координатор и (б) государственные органы. Роль предпринимателя¹ особенно отчетливо проявляется во внутрифирменных отно-

¹ Термин «предприниматель» здесь следует понимать как обобщенную характеристику руководства фирмы, к которому относятся представители собственников и топ-менеджеры; именно они определяют стратегию и тактику развития фирмы, ее финансовую структуру и состав базовых производственных мощностей. Нередко отдельные топ-менеджеры входят в число собственников фирмы.

шениях. Очевидно, что никакой рынок не подскажет, какая структура оборотных активов наиболее оптимальна для данной фирмы. Что касается централизованного начала, то его влияние многоаспектно и проявляется в организации и функционировании рыночных механизмов, в частности, через установление определенных правил в области налоговой политики (не секрет, что, например, в условиях нестабильной экономики с помощью налогов можно «придушить» практически любую рыночную структуру), правового регулирования деятельности тех или иных структур и т. п.¹ Таким образом, в отношении финансов предприятия, которые в соответствии с приведенным выше общим определением трактуются как совокупность финансовых объектов, находящихся под контролем предприятия, и операций с ними, можно выделить три принципиально различных фактора прямого или косвенного управления: (а) рыночный механизм; (б) лица, уполномоченные принимать решения финансового характера, и (в) государственная политика в отношении финансов хозяйствующих субъектов.

Механизм рынка определяет прежде всего стоимость основных факторов финансово-хозяйственной деятельности; например, что выгоднее – воспользоваться трудом определенного числа (возможно довольно большого) малоквалифицированных рабочих или инвестировать средства в повышение технического уровня производства, какое направление приложения капитала более выгодно в плане диверсификации деятельности, какая структура капитала представляется более оправданной. К лицам, уполномоченным принимать решения финансового характера, относятся прежде всего собственники и топ-менеджеры, которым собственники делегируют часть своих полномочий. Безусловно, они ориентируются на реалии рынка, однако последнее слово в принятии решения остается за ними, причем в подавляющем большинстве случаев при принятии решения далеко не последнюю роль играет фактор интуиции и неформализованной информации. Государственная политика задает ориентиры и ограничения концептуального характера, однако в рамках финансового планирования руководство фирмы пытается выработать оптимальную линию поведения при наличии множественности ограничений.

¹ В последние годы имело место переосмысление роли рыночных механизмов в международных и национальных финансовых системах; в частности, в 2001 г. Нобелевская премия по экономике была присуждена американским ученым Дж. Акерлофу (George Akerlof), А. М. Спенсу (A. Michael Spence) и Дж. Стиглицу (Joseph Stiglitz) именно за разработку принципов влияния несовершенства и асимметричности информации на все аспекты рыночной экономики, в том числе рынки капитала. В своих теоретических построениях нобелевские лауреаты подвергли сомнению стереотипные тезисы о самодостаточности рыночного механизма, приоритетности, целесообразности и эффективности политики невмешательства государства в бизнес.

Финансы как общеэкономическая категория выполняют множество функций, т. е. динамических проявлений своих свойств и предназначений. В этих функциях по сути и проявляется сущность финансов как одного из важнейших компонентов организационной структуры и процесса функционирования социально-экономической системы того или иного уровня. В приложении к предприятию основными из них являются: (1) инвестиционно-распределительная, (2) фондообразующая (или источниковая), (3) доходораспределительная, (4) обеспечивающая и (5) контрольная.

Несложно обосновать, что выделенные функции играют принципиально важную роль в плане функционирования предприятия, поскольку их надлежащая интерпретация позволяет сформировать логику плана действий, направленного на решение следующих основных задач, неизбежно возникающих на практике:

- Куда вложить имеющиеся финансовые ресурсы?
- Как сформировать источники финансирования?
- Как удовлетворить требования собственников предприятия?
- Как обеспечить ритмичность текущей финансово-хозяйственной деятельности?
- Как обеспечить congruэнтность целевых установок собственников (принципалы) и управленческого персонала (агенты)?
- Насколько успешно выполняют свои функции все агенты и технический персонал?

На первый взгляд кажется, что **инвестиционно-распределительная функция финансов** в большей степени свойственна государственным финансам, когда аккумулированные денежные средства распределяются, в основном, на нужды потребления всех членов общества и финансирование стратегически важных (в том числе социальных) программ. Тем не менее эта функция имеет место и в приложении к хозяйствующему субъекту и заключается в распределении финансовых ресурсов (как квинтэссенции совокупного ресурсного потенциала) внутри предприятия, способствующем наиболее эффективному их использованию.

Безусловно, сущность распределительной функции коренным образом меняется в зависимости от уровня социально-экономической системы. Не требует особой расшифровки тезис о том, что реализация данной функции в системе государственных финансов и в системе финансов предприятий весьма различаются по многим критериям, параметрам, способам реализации и др. В частности, если на уровне государства распределительная функция имеет императивный (т. е. нормативный, предписательный) характер и не всегда исходит из приоритета экономической эффективности, то в приложении к предприятию ее характер – рекомендательный, а мотивировка и реализация принци-

пиально иные – исходя из требований экономической целесообразности. В рамках системы управления предприятием рассматриваемая функция проявляется в распределении его ресурсов, исходя из различных классификационных группировок, основными из которых являются структурные подразделения предприятия и (или) виды деятельности и виды активов.

Распределение совокупного ресурсного потенциала предприятия среди подразделений (видов деятельности) в наиболее синтезированном виде выражается в рамках инвестиционной политики, когда относительно большее внимание уделяется тому или иному подразделению, дивизиону, технологической линии и др. Основным критерий в этом случае – как правило, прогнозируемая рентабельность инвестиций. Если некоторое структурное подразделение «обещает» доход, относительно больший по сравнению со средним уровнем, оно получает дополнительные финансовые ресурсы в рамках инвестиционной программы. (Отметим, что в любом случае, исходя из принципа осторожности, при планировании и реализации инвестиционных программ необходимо следовать логике диверсификации финансово-хозяйственной деятельности, согласно которой не рекомендуется «складывать все яйца в одну корзину».)

Распределительная функция финансов предприятия, с позиции структуры его активов, проявляется в стремлении оптимизировать активную сторону баланса. Наиболее яркий пример такой оптимизации – решение вопроса о величине денежных средств, которыми должно располагать предприятие для нормальной работы. Очевидно, что невыгодно держать на счете чрезмерно большие денежные средства, поскольку в этом случае они не работают; вместе с тем неоправданно низкий остаток денежных средств может привести к нарушениям платежной дисциплины и, как следствие, к убыткам, осложнению отношений с поставщиками, потере репутации и др.

Фондообразующая, или источниковая, функция финансов предприятия реализуется в ходе оптимизации прав (т. е. источниковой, пассивной) стороны баланса. Любое предприятие финансируется из нескольких источников: это взносы собственников, кредиты, займы, кредиторская задолженность, реинвестированная прибыль, пожертвования, целевые взносы и др. Как правило, источники небесплатны, т. е. привлечение любого из них предполагает плату за возможность пользования средствами. Поскольку источников много, причем стоимость каждого из них различна, возникает естественное желание выбрать наиболее оптимальную их комбинацию. Особенно значим этот аспект при необходимости мобилизации дополнительных финансовых ресурсов в крупных объемах, что имеет место при реализации страте-

гических инвестиционных программ. Что выгоднее – масштабное реинвестирование прибыли с отказом от выплаты дивидендов, дополнительная эмиссия акций, выпуск долговых ценных бумаг, получение долгосрочного кредита, разработка схемы финансирования за счет пролонгируемых кратко- и среднесрочных кредитов и др. – как раз и оценивается в терминах финансов и в известном смысле представляет собой реализацию распределительной функции финансов.

Суть **доходораспределительной функции финансов** предприятия заключается в следующем. Решающую роль в создании и функционировании предприятия несут его собственники. Они могут ликвидировать компанию, поддерживать величину вложенного (т. е. принадлежащего им) капитала на уровне, не предусматривающем расширение ее деятельности, изымая избыточную прибыль в виде дивидендов, а могут, напротив, воздержаться от получения дивидендов в надежде, что реинвестированная прибыль принесет большую отдачу в будущем. Иными словами, собственники должны иметь определенные количественно выражаемые аргументы в обоснование своего отношения к текущему положению и будущему своей компании. Эти аргументы формируются в рамках дивидендной политики, когда определенная часть ресурсов предприятия изымается из него и выплачивается в виде дивидендов (обычно в денежной форме).

Смысл **обеспечивающей функции финансов** очевиден и определяется, во-первых, целевым назначением предприятия и, во-вторых, системой сложившихся расчетных отношений. Целевое предназначение предприятия состоит в регулярном генерировании прибыли в среднем, благодаря чему капитал собственников возрастает, что при необходимости проявляется в получении ими дополнительных денежных средств по сравнению с исходными инвестициями. Иными словами, финансы предприятия в данном случае как бы обеспечивают удовлетворение интересов собственников, количественно выражая эти интересы в виде прибыли (косвенное выражение дохода) и (или) дивидендов (прямое выражение дохода).

В чисто процедурном плане гораздо значимее второй аспект – система расчетных отношений, поскольку в современной экономике любые отношения в системах «предприятие – предприятие», «предприятие – государство», «предприятие – работники», «предприятие – собственник» и др. чаще всего выражаются в форме денежных отношений. Даже если имеет место движение нефинансовых ресурсов (продукция, услуги, бартер, мена и др.), оно в подавляющем большинстве случаев оформляется соответствующими денежными отношениями, т. е. выражением величины вовлеченных в операцию ресурсов в стоимостной оценке. Финансы предприятий поэтому как раз и предназначены для

обеспечения этой текущей, рутинной деятельности. Нормальная финансово-расчетная (платежная) дисциплина, когда предприятие в срок рассчитывается со своими кредиторами, имеет репутацию первоклассного заемщика и в полном объеме выполняет свои обязательства, является, вероятно, одним из наиболее важных индикаторов успешности его работы.

Суть **контрольной функции финансов** предприятия состоит в том, что именно с помощью финансовых показателей и (или) индикаторов, построенных на их основе, может быть осуществлен наиболее действенный контроль за эффективным использованием ресурсного потенциала предприятия. Контрольная функция реализуется как собственно предприятием, так и его собственниками, контрагентами и государственными органами. В частности, со стороны государства контрольная функция финансов предприятия проявляется в отслеживании ритмичности и своевременности платежей в бюджет; с позиции собственников эта функция реализуется путем регулярно проводимого внешнего аудита; с позиции менеджмента предприятия – организацией системы внутреннего аудита.

В рамках контрольной функции находит свое отражение и задача по гармонизации интересов собственников и топ-менеджеров предприятия. В рамках агентской теории показано, что конфликт интересов между различными группами лиц имеет место практически всегда; если он не носит критического характера, то говорят о *конгруэнтности целевых установок* всех заинтересованных лиц (см. разд. 2.3). В хорошо организованной и структурированной компании, как правило, нет серьезных противоречий между целями, стоящими перед самой компанией, ее владельцами и управленческим персоналом. Роль финансовых индикаторов и финансовых рычагов в формулировании данной проблемы и ее решении исключительно высока.

Следует подчеркнуть, что в условиях рынка контрольная функция имеет не столько карательно-негативный оттенок (выявить неисполнение финансовых обязательств и применить соответствующие санкции), сколько поощрительно-позитивный оттенок; своевременность исполнения финансовых обязательств нередко поощряется всевозможными скидками с уплачиваемой цены и относительным снижением расходов. Иными словами, контроль рублем дополняется возможностями снижения расходов и получения прямых и (или) косвенных доходов.

Большинство охарактеризованных функций финансов реализуются на предприятии в рамках финансового менеджмента.

1.5. Принципы организации финансов фирмы

Предприятие как социально-экономическая система, имеющая основной целью генерирование прибыли, целесообразность любых своих действий рассматривает, в основном, с позиции их экономической выгоды. Безусловно, в отдельных ситуациях могут срабатывать и другие критерии, однако критерий экономической эффективности в приложении к бизнесу с очевидностью является доминирующим.

В терминах финансов предприятие может быть представлено как совокупность притоков и оттоков денежных средств, имеющих место в результате ранее сделанных инвестиций. Для того чтобы совокупность этих потоков была оптимальной, в любом предприятии формируется некая организационная структура управления финансами. Эта структура призвана не только оптимизировать ресурсный поток, но и обеспечить реализацию описанных выше основных функций финансов.

Любая социально-экономическая система в момент ее создания формирует некую систему управления, организующую технологические и финансово-хозяйственные процессы и способствующие их нормальному течению. В основе системы управления лежит так называемая организационная структура, т. е. совокупность взаимосвязанных и взаимодействующих структурных и функциональных подразделений. Без сомнения, важнейшим компонентом общей системы управления деятельностью предприятия является его система управления финансами. В зависимости от величины предприятия и масштабов его деятельности оргструктура управления финансами может существенно варьировать.

В малом предприятии эта структура может вообще отсутствовать, а все финансовые вопросы могут решаться руководителем предприятия совместно с главным бухгалтером. Более того, согласно Федеральному закону «О бухгалтерском учете» руководители предприятий могут в зависимости от объема учетной работы:

- учредить бухгалтерскую службу как структурное подразделение, возглавляемое главным бухгалтером;
- ввести в штат должность бухгалтера;
- передать на договорных началах ведение бухгалтерского учета централизованной бухгалтерии, специализированной организации или бухгалтеру-специалисту;
- вести бухгалтерский учет лично.

Таким образом, не исключена ситуация, когда какая-либо самостоятельная финансовая служба отсутствует вообще, а все решения финансового характера руководитель принимает самостоятельно. Что

касается крупного предприятия, то подобная служба в организационном плане обязательно обособляется (рис. 1.5).

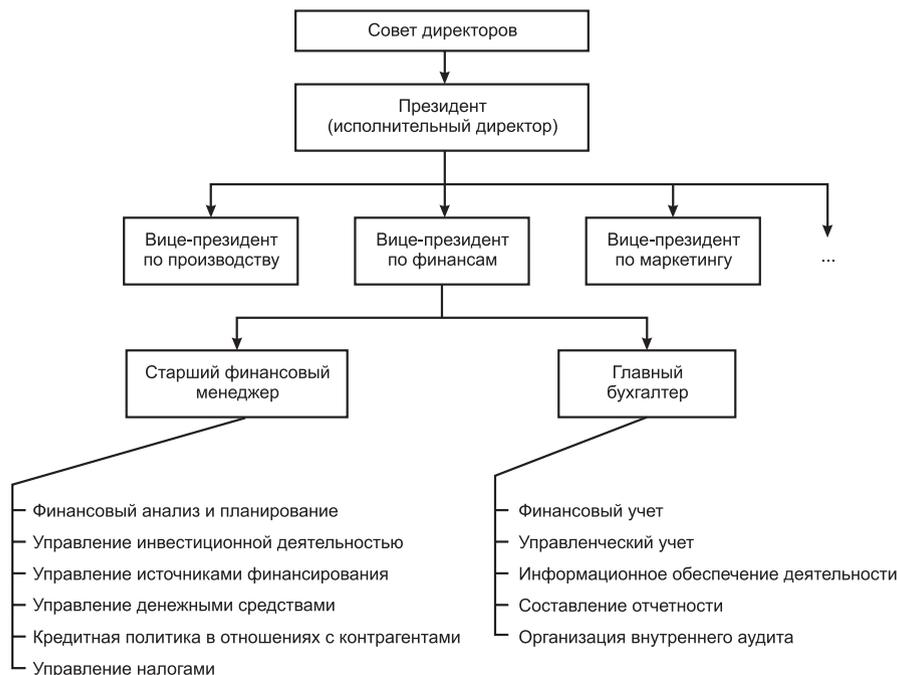


Рис. 1.5. Финансовая компонента в организационной структуре управления деятельностью фирмы

В приведенной схеме структурно выделены два крупных подразделения финансовой службы предприятия: планово-аналитический и учетно-контрольный. Первое подразделение отвечает за вопросы прогнозирования, планирования и организации финансовых потоков; второе организует учет, финансовый контроль и информационное обеспечение лиц, заинтересованных в деятельности предприятия. Очевидно, что оба подразделения просто обязаны тесно взаимодействовать; по крайней мере, их связывает общность информационной базы, в основе которой лежат данные системы бухгалтерского учета, и общность главных целевых установок (в частности, обеспечение эффективной работы предприятия и генерирования им прибыли).

Поскольку никакая оргструктура не может быть создана раз и навсегда в неизменной форме, процесс ее формирования и оптимизации довольно длителен. При этом рекомендуется соблюдать ряд принципов. Приведем их краткую характеристику.

Принцип экономической эффективности. Поскольку создание и функционирование некоторой системы управления финансами предприятия с неизбежностью предполагает расходы, эта система должна быть экономически целесообразной в том смысле, что прямые расходы оправданы прямыми или косвенными доходами. Поскольку далеко не всегда можно дать однозначные количественные оценки, аргументирующие эту целесообразность, оптимизация оргструктуры осуществляется на основе экспертных оценок в динамике; иными словами, она формируется постепенно и всегда субъективна.

Принцип финансового контроля. Деятельность предприятия в целом, его подразделений и отдельных работников должна периодически контролироваться. Системы контроля могут быть построены по-разному, однако практика показывает, что финансовый контроль является наиболее эффективным и действенным. В частности, одним из важнейших способов контроля за congruentностью целевых установок собственников компании и ее управленческого персонала является проведение аудиторских проверок. Аудиторская деятельность представляет собой предпринимательскую деятельность auditors (аудиторских фирм) по осуществлению независимых вневедомственных проверок бухгалтерской (финансовой) отчетности, платежно-расчетной документации, налоговых деклараций и других финансовых обязательств и требований экономических субъектов, а также оказанию иных аудиторских услуг (бухгалтерский учет, оценка, налоговое планирование, управление корпоративными финансами и др.). Внутренний финансовый контроль осуществляется системой внутреннего аудита, а вопросы вписывания данной системы во внутрифирменную оргструктуру управления (т. е. ее относительная самостоятельность, подчиненность, полномочия в осуществлении контрольных функций, допуск к информации и др.) в различных фирмах решаются по-разному.

В крупных компаниях служба внутреннего аудита имеется всегда; более того, в экономически развитых странах создан так называемый институт внутренних auditors. В качестве примера можно упомянуть об американском Институте внутренних auditors¹, членами ко-

¹ В настоящее время в мире доминирует англо-американская модель регулирования учета и отчетности, суть которой заключается во внедрении системы рекомендательных стандартов, описывающих методологию учета. Эти стандарты разрабатываются профессиональным сообществом, которое играет решающую роль в организации учета в стране. Так, в США несколько институтов (т. е. профессиональных негосударственных ассоциаций бухгалтеров) решают вопросы регулирования учета и представительства бухгалтерской профессии в других сегментах экономики, причем можно выделить три ключевые сферы в области учета и аудита, в каждой из которых доминирует один из институтов: (1) финансовый учет и аудит, (2) управленческий учет, (3) внутренний аудит. Область *финансового учета и аудита* находится под контролем Американского института сертифицированных публичных бухгалтеров (American Institute

того становятся его выпускники – сертифицированные внутренние аудиторы (Certified Internal Auditors, CIA), являющиеся специалистами по внутрифирменному финансовому анализу и контролю. (Подробнее об аудите см.: [Основы аудита; Бычкова; Ковалев, 2004].)

Принцип финансового стимулирования (поощрение/наказание). Этот принцип по сути тесно корреспондирует с предыдущим, а смысл его заключается в том, что именно в рамках системы управления финансами разрабатывается механизм повышения эффективности работы отдельных подразделений и оргструктуры управления предприятием в целом. Достигается это путем установления мер поощрения и наказания (речь, естественно, идет о мерах финансового характера). Наиболее эффективно данный принцип реализуется путем организации так называемых центров ответственности, когда руководство соответствующего центра наделяется определенными ресурсами и неформальными правами в плане их использования. В зависимости от размера предприятия совокупность центров ответственности может представлять собой весьма разветвленную древовидную структуру. Подробнее о видах центров ответственности см. [Ковалев, 2006(а)].

Принцип материальной ответственности. В любом предприятии складывается система мер поощрения и критериев оценки деятельности структурных единиц и отдельных работников. Составным элементом такой системы является идея материальной ответственности, суть которой состоит в том, что отдельные лица, имеющие отношение к управлению материальными ценностями, отвечают рублем за неоправданные результаты своей деятельности. Формы организации материальной ответственности могут быть различными, однако основные из них две: индивидуальная и коллективная.

Индивидуальная материальная ответственность означает, что конкретное материально ответственное лицо (кладовщик, руководитель подразделения, продавец, кассир) заключает договор с руководством предприятия, согласно которому любая недостача товарно-материальных ценностей, т. е. их выбытие, не сопровождающееся оправдательными документами, должна быть возмещена этим лицом. В некоторых

of Certified Public Accountants, AICPA). Этот институт формально создан в 1916 г., хотя считается, что он ведет свое начало от Американской ассоциации публичных бухгалтеров (American Association of Public Accountants, AARA), зарегистрированной в 1887 г. В 1959 г. он изменил свое название на AICPA. Именно AICPA, т. е. сами бухгалтеры, разрабатывает, внедряет правила учета и следит за их исполнением. Политику в области *управленческого учета* определяет Институт управленческого учета (The Institute of Management Accountants, IMA), а область *внутреннего аудита* контролируется Институтом внутренних аудиторов (The Institute of Internal Auditors, IIA). В 1997 г. в России был основан Институт профессиональных бухгалтеров России как аналог подобных образований в экономически развитых странах. Подробнее см.: [Ковалев, 2004].

ситуациях устанавливаются нормативы, в пределах которых может иметь место отклонение учетных оценок от фактических; в этом случае материально ответственное лицо должно возместить лишь сверхнормативные потери (в частности, в торговле за счет прибыли до налогообложения делаются резервы на забывчивость покупателей, на усушку и утруску товаров). Перечень материально ответственных лиц определяется предприятием.

В случае коллективной материальной ответственности за возможные недостатки отвечает уже не конкретное лицо, а коллектив – например, бригада продавцов, сменяющих друг друга в отделе магазина, когда рабочая смена меньше общей продолжительности рабочего дня магазина в целом. Эта форма ответственности помогает избежать неоправданно частых инвентаризаций.

1.6. Структура системы управления финансами фирмы

Любой хозяйствующий субъект можно рассматривать как некую социально-экономическую систему, инициирующую потоки ресурсов и преобразующую их в продукцию или услуги, предложение на рынок и реализация которых обеспечивают достижение основных целей, определяющих и оправдывающих сам факт создания данного субъекта. Финансовые ресурсы играют при этом огромную, если не решающую, роль. На момент основания предприятия, а также в первые годы его функционирования приоритетное значение имеет инвестиционный аспект управления финансами; в дальнейшем относительно большее значение приобретают вопросы оптимизации финансирования текущей деятельности, в частности анализ и прогнозирование денежных потоков, эффективное управление финансовой структурой компании и др. Иными словами, после того как предприятие стабилизировало свою деятельность и вышло на так называемый нормальный режим работы, приоритет отдается обеспечению, в том числе финансовому, ритмичности и бесперебойности в достижении основных целей (чаще всего основная цель заключается в генерировании прибыли).

С позиции практического управления финансами субъекта хозяйствования ключевым является умение более или менее обоснованно отвечать на ряд ключевых вопросов:

- Удовлетворены ли стратегические инвесторы деятельностью предприятия, направлением и динамикой его развития, положением в конкурентной среде?
- Каковы должны быть величина и оптимальный состав активов предприятия, позволяющие достичь поставленные перед предприятием цели и задачи?

- Где найти источники финансирования и каков должен быть их оптимальный состав?
- Как организовать текущее и перспективное управление финансовой деятельностью, обеспечивающее: (а) платежеспособность фирмы; (б) ее финансовую устойчивость с позиции перспективы; (в) экономически эффективную, рентабельную работу в среднем и (г) ритмичность платежно-расчетных операций?

Решаются эти вопросы в рамках финансового менеджмента как системы эффективного управления финансовой деятельностью предприятия. Одна из наиболее распространенных интерпретаций финансового менеджмента такова: он представляет собой систему отношений, возникающих на предприятии по поводу привлечения и использования финансовых ресурсов. Возможна и более широкая его трактовка, расширяющая предмет этого научного и практического направления – с финансовых ресурсов до всей совокупности отношений, ресурсов, обязательств и результатов деятельности предприятия, поддающихся стоимостной оценке. Учитывая, что любые действия по реализации финансовых отношений (в частности, в приложении к коммерческой организации) немедленно сказываются на ее имущественном и финансовом положении, напрашивается следующий очевидный вывод: **финансовый менеджмент можно трактовать как систему действий по оптимизации финансовой модели фирмы.** (Заметим, что наилучшей моделью является бухгалтерский баланс фирмы.) Можно продолжить конкретизацию приведенного определения. Очевидно, что наилучшей финансовой моделью фирмы является ее отчетность и ее сущностное ядро – бухгалтерский баланс. А потому возможно и такое определение: **финансовый менеджмент – это система действий по оптимизации баланса хозяйствующего субъекта.**

Логика функционирования системы управления финансами предприятия представлена на рис. 1.6. Приведем краткую характеристику основных элементов данной системы (некоторые из них в последующих разделах книги будут описаны более подробно).

Как известно из теории систем, любая система управления состоит из двух ключевых элементов – субъекта управления и объекта управления; субъект воздействует на объект с помощью так называемых общих функций управления (например, анализа, планирования, организации, учета, контроля, регулирования), руководствуясь при этом системой целей, стоящих перед хозяйствующим субъектом.

В приложении к управлению финансами предприятия субъект управления, или управляющая подсистема, может быть представлена как совокупность пяти базовых элементов: (1) оргструктуры управления финансами; (2) кадров финансовой службы; (3) финансового ин-

струментария; (4) информации финансового характера и (5) технических средств управления финансами.

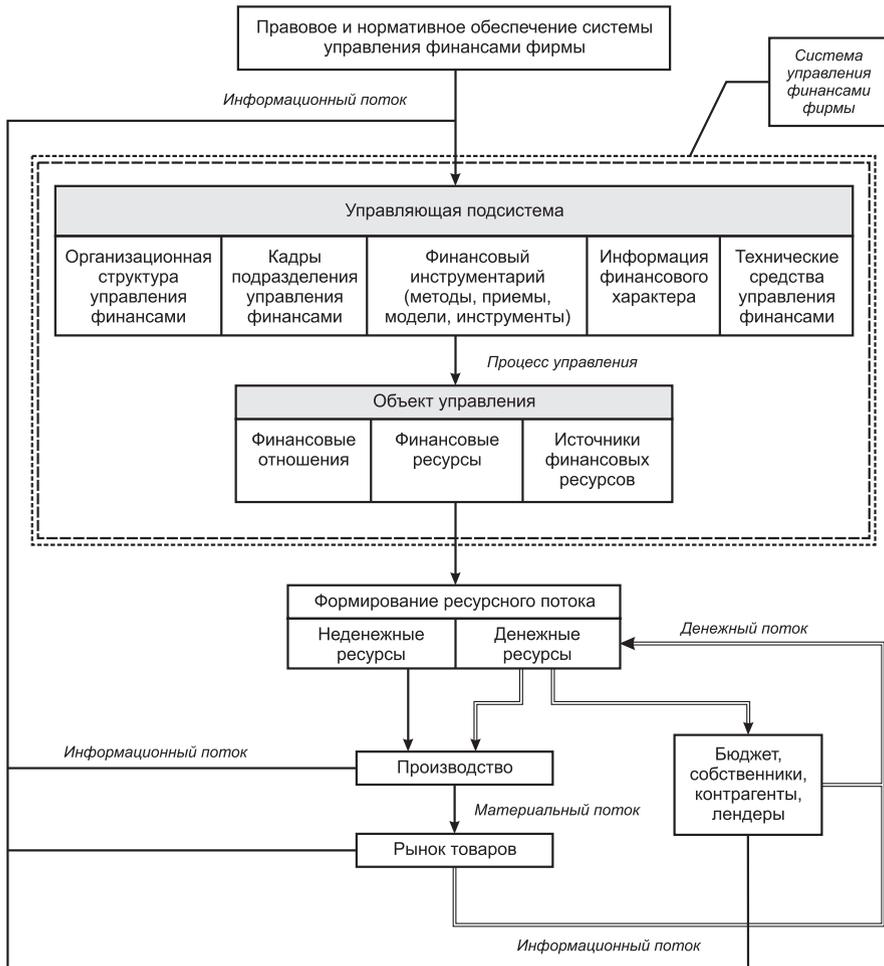


Рис. 1.6. Структура и процесс функционирования системы управления финансами хозяйствующего объекта

Организационная структура системы управления финансами хозяйствующего субъекта, а также ее кадровый состав могут быть построены разными способами, в зависимости от размеров предприятия и вида его деятельности. Как отмечалось выше, для крупной компании наиболее характерно обособление специальной службы, руководимой вице-президентом по финансам (финансовым директором) и, как правило, включающей бухгалтерию и финансовый отдел.

Финансовые методы, приемы, модели представляют собой основу инструментария, практически используемого в управлении финансами. Их общая характеристика будет приведена в гл. 5.

Финансовые инструменты – это относительно новое понятие в теории финансов, однако значимость его стремительно возрастает, поскольку они являются основой любых операций компании на финансовых рынках: идет ли речь о привлечении капитала (в этом случае осуществляется эмиссия акций или облигаций), операциях спекулятивного характера (приобретение ценных бумаг с целью получения текущего дохода, операции с опционами), финансовых инвестициях (вложения в акции), операциях хеджирования (эмиссия или приобретение фьючерсов или форвардов), формировании страхового запаса эквивалентов денежных средств (приобретение высоколиквидных ценных бумаг). Сущность и виды финансовых инструментов обсуждаются в гл. 3.

Информация финансового характера, или информационная база, является основой информационного обеспечения системы управления финансами на любом уровне, поскольку всякое обоснованное, неспонтанное решение базируется на некоторых данных. Информационная база весьма обширна и включает обычно любые сведения финансового характера; в частности, сюда относятся бухгалтерская отчетность, сообщения финансовых органов, информация учреждений банковской системы, данные товарных, фондовых и валютных бирж, несистемные сведения. Информационный аспект управления финансами будет рассмотрен в гл. 9.

Технические средства управления финансами являются самостоятельным и весьма важным элементом финансового менеджмента. Многие современные системы, основанные на безбумажной технологии (межбанковские расчеты, взаимозачеты, расчеты с помощью кредитных карточек, клиринговые расчеты и др.), невозможны без применения сетей ЭВМ, персональных компьютеров, функциональных пакетов прикладных программ. Все крупные предприятия ведут свою бухгалтерию с использованием специализированных пакетов (например, 1С-бухгалтерия). Для выполнения текущих аналитических расчетов финансовый менеджер может воспользоваться также стандартным программным обеспечением, в частности различными электронными таблицами.

Как показано на рис. 1.6, объект системы управления финансами предприятия представляет собой совокупность трех взаимосвязанных элементов: отношения, ресурсы, источники (обязательства) – именно этими элементами и пытаются управлять менеджеры.

Под *финансовыми отношениями* мы будем понимать отношения между различными субъектами (физическими и юридическими лица-

ми), которые влекут изменение в составе активов и (или) обязательств этих субъектов. В основе финансовых отношений лежит система договоров. Эти отношения должны иметь документальное подтверждение (договор, накладная, акт, ведомость и др.) и, как правило, сопровождаться изменением имущественного и (или) финансового положения контрагентов. Слова «как правило» означают, что в принципе возможны финансовые отношения, которые при их возникновении не отражаются немедленно на финансовом положении в силу принятой системы их реализации (например, заключение договора купли-продажи). Финансовые отношения многообразны; к ним относятся отношения с бюджетом, контрагентами, поставщиками, покупателями, финансовыми рынками и институтами, собственниками, работниками и др. Управление финансовыми отношениями основывается, как правило, на принципе экономической эффективности.

Вторым элементом объекта финансового менеджмента являются *финансовые ресурсы* (точнее, ресурсы, выражаемые в терминах финансов). Эти ресурсы представлены в активе баланса; иными словами, они весьма разнообразны и могут быть классифицированы по различным признакам. В частности, это долгосрочные материальные, нематериальные и финансовые активы, производственные запасы, дебиторская задолженность и денежные средства и их эквиваленты. Естественно, речь идет не о материально-вещественном их представлении, а о целесообразности вложения денежных средств в те или иные активы и их соотношении. Задача финансового менеджмента – обосновать и поддерживать оптимальный состав активов, т. е. ресурсного потенциала предприятия, и по возможности не допускать неоправданного омертвления денежных средств в тех или иных активах.

Управление *источниками финансовых ресурсов* – одна из важнейших задач финансового менеджера. Источники представлены в пассивной стороне баланса предприятия. Основная проблема в управлении источниками средств заключается в том, что, как правило, не бывает бесплатных источников; поставщику финансовых ресурсов надо платить. Поскольку каждый источник имеет свою стоимость, возникает задача оптимизации структуры источников финансирования в долгосрочном и в краткосрочном аспектах.

Функционирование любой системы управления финансами осуществляется в рамках действующего правового и нормативного обеспечения. Сюда относятся законы, указы Президента РФ, постановления правительства, приказы и распоряжения министерств и ведомств, лицензии, уставные документы, нормы, инструкции, методические указания и др.

1.7. Финансовый менеджмент в контексте достижения целей фирмы

Формирование и структурирование системы управления финансами в фирме осуществляется, исходя из приоритета целевых установок, стоящих перед нею, т. е. созданная система должна в максимально возможной степени способствовать достижению определенных целей как общефирменного, так и узкофункционального характера. Несложно понять, что в общем случае можно говорить о совокупности экономических целей, достижение которых служит признаком успешного функционирования системы финансового менеджмента в фирме; в частности, это избежание банкротства и крупных финансовых неудач, лидерство в борьбе с конкурентами, рост объемов производства и реализации, максимизация прибыли, занятие определенной ниши и доли на рынке товаров. В теории управления, в том числе в теории финансового менеджмента, уже давно обсуждается вопрос о том, какой показатель может быть идентифицирован в качестве основного целевого ориентира и критерия успешности работы фирмы. В принципе, в зависимости от различных обстоятельств может быть обоснована целесообразность и предпочтительность ориентации на тот или иной критерий, качественный или количественный показатель. Тем не менее вряд ли требует особого обоснования утверждение о том, что скорее всего единственного, на все случаи пригодного ориентира попросту не существует. В зависимости от конкретной ситуации, вида деятельности, назначения фирмы (или проекта) и многих других обстоятельств в качестве целевого ориентира может выступать тот или иной критерий. В наиболее общем случае все же можно говорить о двух базовых, в известном смысле конкурирующих подходах, ориентирующихся соответственно: (1) на рост капитализации и (2) устойчивое генерирование прибыли (см.: [Van Horne, Wachowicz, p. 4–5])¹.

В соответствии с первым подходом содержание и основная целевая установка системы управления финансами фирмы заключаются в мак-

¹ Справедливости ради следует заметить, что существуют и другие подходы к определению основной цели функционирования фирмы. Один из весьма известных подходов представлен так называемой теорией заинтересованных лиц (Stakeholder Theory), предполагающей, что целью функционирования любой фирмы является гармонизация конфликтующих целей различных групп юридических и физических лиц, имеющих непосредственное или косвенное отношение к данной фирме – акционеров, наемного управленческого персонала, работников, контрагентов, государственных органов и др. В частности, фирма должна не только и не столько стремиться к максимизации прибыли, но и заботиться о социальном положении своих работников, охране окружающей среды. Это направление получило особое развитие в рамках бихевиористских подходов к объяснению особенностей организации бизнеса (подробнее см.: [Альбер]).

симизации богатства ее владельцев с помощью рациональной финансовой политики. Количественное подтверждение следования данной целевой установке проявляется в росте рыночной цены акций компании. Иными словами, основной критерий – повышательная тенденция цены акций фирмы (или, иначе, рост рыночной капитализации).

Безусловно, оба упомянутых подхода тесно взаимосвязаны, причем несложно выстроить доказательную цепочку аргументов в обоснование данного тезиса (более подробно совокупность целей финансового характера будет рассмотрена в разд. 2.2). Отсюда, в частности, следует важный вывод о том, что какой бы критерий или система критерияльных показателей ни были отобраны в качестве целевых ориентиров деятельности фирмы, показатель прибыли (долго- и/или краткосрочной) обязательно должен быть принят во внимание. В качестве резюме все же следует признать, что приоритет целевой установки, предусматривающей максимизацию рыночной стоимости компании, а следовательно, и богатства ее владельцев, является гораздо более распространенным. Именно он упоминается практически во всех классических руководствах по управлению финансами.

Повышение рыночной стоимости компании достигается путем: (а) стабильного генерирования текущей прибыли в объеме, достаточном для выплаты дивидендов и реинвестирования с целью поддержания заданных объемов производства или их наращивания; (б) минимизации производственного и финансового рисков за счет выбора экономически обоснованного вида основной деятельности, диверсификации общей деятельности и оптимизации структуры источников средств; (в) привлечения опытного управленческого персонала.

Конкретизация и детализация путей достижения главной целевой установки осуществляется путем построения дерева целей. При этом могут выделяться рыночные, финансово-экономические, производственно-технологические и социальные цели.

К первым относится обеспечение благоприятной динамики ключевых рыночных индикаторов: прибыли, рыночной капитализации, дохода (прибыли) на акцию, рентабельности собственного капитала и др.; ко вторым – занятие ниши на рынке продукции, завоевание определенной доли на этом рынке, обеспечение заданного темпа роста имущественного потенциала и (или) прибыли и др.; к третьим – обеспечение рентабельности отдельных производств и подразделений, снижение себестоимости продукции, обеспечение достаточного уровня диверсификации производственной деятельности и др.; к четвертым – обеспечение требований экологического и природоохранного характера, вовлечение работников в процесс управления, разработка мероприятий по снижению текучести кадров и повышению привлекательности фирмы для новых работников и др.

Как несложно заметить, в каждом блоке системы целеполагания можно видеть цели, формируемые в терминах финансов.

1.8. Функции и задачи финансового менеджера

В предыдущем разделе показано, что в более или менее формализованной системе целеполагания в фирме цели, выражаемые в терминах финансов, несомненно доминируют. Более того, финансовая компонента в явной или завуалированной форме присутствует в управлении любым хозяйствующим субъектом. Этот сегмент деятельности лиц, непосредственно связанных с организацией и осуществлением рутинного процесса функционирования типовой фирмы, по определению имеет давнюю историю. Тенденция обособления этой компоненты в самостоятельный, функционально ориентированный сегмент управленческого труда развивалась небыстрыми темпами.

На ранних этапах развития бизнеса носителями этой компоненты были собственники-управленцы, затем она перешла в ведение наемных менеджеров, которые решали вопросы финансового характера с более или менее активным участием представителей бухгалтерской службы. Управление финансами в прежние времена осуществлялось, фигурально выражаясь, по совместительству, т. е. в дополнение к основным функциональным обязанностям. Реалии современного, постоянно усложняющегося бизнеса таковы, что грамотное ведение внутри- и внефирменной финансовой политики (особенно в крупной фирме) подобным образом уже если не невозможно, то по крайней мере весьма неэффективно. Этим обстоятельством и предопределяется обособление относительно новой (в современной ее трактовке) профессии финансового менеджера. До настоящего времени не сложилось единого понимания в содержательном наполнении функций специалиста по управлению финансами. Тем не менее в приложении к децентрализованным финансам можно сформулировать два основных подхода.

Первый подход олицетворяет финансового менеджера как специалиста, осуществляющего связь крупных компаний с рынками капитала. Логика подхода такова. Основной источник финансирования компании – это рынок капитала. Выход компании на этот рынок означает эмиссию ею ценных бумаг и их размещение на рынке. Финансовый менеджер в известном смысле как раз и специализируется на подобном бизнесе. Совместно с финансовым консультантом он определяет целесообразность эмиссии ценных бумаг, их тип, стоимость, условия размещения. Безусловно, компания может иметь в своем штате соответствующую службу (специалиста), которая самостоятельно, без привлечения внешних консультантов проделает все требуемые операции. Однако учитывая нерегулярный их характер, оказывается выгоднее

прибегнуть к услугам профессионалов, специализирующихся именно на этих операциях, имеющих существенную специфику с позиции юридического, организационного, информационного и других видов обеспечения. Не случайно в экономически развитых странах произошло обособление этого вида бизнеса путем создания сети финансовых компаний, банкирских домов, инвестиционных банков и др. Операции на фондовом рынке (т. е. рынке, где крупная компания может найти источники финансирования, т. е. сформировать свои фонды) характеризуются с позиции как долгосрочной, так и краткосрочной перспектив. В первом случае речь идет об упомянутых операциях инвестирования-заимствования, во втором – об операциях спекулятивного характера, когда предприятие имеет свободные денежные средства и привлекает специалиста (финансовую компанию), формирующего для него инвестиционный портфель, т. е. совокупность ценных бумаг, с целью генерирования дополнительных текущих доходов, создания страхового запаса денежных средств и т. п. Специалист по управлению портфельными инвестициями также может именоваться финансовым менеджером.

Таким образом, в приведенной трактовке финансовый менеджмент представляет собой сферу деятельности на рынке капитала, имеющую целью масштабное вложение и (или) заимствование средств; специалист, профессионально организующий подобные операции, и будет олицетворять собой финансового менеджера. В этом случае финансовый менеджер является внешним лицом по отношению к фирме, нанимаемым ею для выполнения специфических операций на рынке капитала.

Согласно *второму подходу* финансовый менеджер является специалистом компании, «ответственным за значимые решения в области инвестирования и финансирования» [Brealey, Myers, p. 6]. Поскольку понятия инвестирования и финансирования не сводятся лишь к операциям на фондовых рынках (например, выбор структуры оборотных активов, обоснование системы кредитования клиентов, оценка целесообразности того или иного источника финансирования текущей деятельности), сфера деятельности финансового менеджера в такой трактовке гораздо шире. Он должен иметь представление не только об особенностях функционирования финансовых рынков, но и об особенностях финансовых потоков внутри фирмы и методах их оптимизации. Безусловно, специфика деятельности фирмы, равно как и другие факторы, оказывает влияние на содержание направлений его конкретной работы и применяемые методы. Тем не менее существует определенный их инвариант, приложимый к деятельности такого специалиста в любой компании, независимо от этих факторов.

В такой трактовке финансовый менеджмент как практическая сфера деятельности специалиста по управлению внутренними и внешними финансовыми потоками в компании имеет несколько крупных областей:

- общий финансовый анализ и планирование, в рамках которых осуществляется формулирование общей финансовой стратегии, конкретизация приведенных в начале разд. 1.6 вопросов, их формализация и определение способов решения (ключевой вопрос: «Благоприятно ли положение предприятия на рынках благ и факторов производства и какие меры способствуют его ухудшению?»¹);
- текущее управление денежными средствами, в рамках которого осуществляются финансирование текущей деятельности и организация денежных потоков, имеющие целью обеспечение платежеспособности предприятия и ритмичности текущих платежей (ключевой вопрос: «Обеспечивают ли денежные потоки ритмичность платежно-расчетной дисциплины?»);
- управление финансовой деятельностью, обеспечивающее рентабельную работу в среднем (ключевой вопрос: «Эффективно ли функционирует предприятие в среднем?»);
- управление инвестиционной деятельностью, понимаемой в широком смысле как инвестиции в так называемые реальные активы и инвестиции в финансовые активы (ключевой вопрос: «Куда вложить финансовые ресурсы с наибольшей эффективностью?»);
- управление источниками финансовых ресурсов как область деятельности управленческого аппарата, имеющая целью обеспечение финансовой устойчивости предприятия (ключевой вопрос: «Откуда взять требуемые финансовые ресурсы?»).

Несложно заметить, что организация финансовой службы предусматривает осуществление мониторинга в рамках обозначенных пяти областей. Действительно, на каждом предприятии регулярно составляется финансовый план и годовой отчет; актив баланс позволяет обосновывать решения инвестиционного характера; пассив баланса дает оценку состояния источников финансирования; отчет о прибылях

¹ *Рынок благ* как центральное звено современной макроэкономической теории представляет собой обобщенную характеристику рынков, на которых продаются отдельные блага, используемые либо как предметы потребления, либо как средства производства. *Факторами производства* (или производственными ресурсами) называют блага естественного и искусственного происхождения, необходимые для производства (создания) необходимых людям конечных товаров и услуг. Существуют разные их классификации; среди наиболее известных – подразделение факторов производства на четыре агрегированных класса: земля, труд, капитал, предприимчивость.

и убытках, рассматриваемый в динамике, позволяет судить о прибыльности предприятия в среднем; бюджет денежных средств, данные учета и отчетности и отчет о движении денежных средств позволяют давать аналитическую оценку и осуществлять контроль за состоянием платежно-расчетной дисциплины.

Более детальное структурирование выполняемых финансовым менеджером функций несложно сделать, имея в виду следующие обстоятельства: во-первых, любое предприятие не является изолированным; оно вынуждено взаимодействовать с окружающей его экономической средой; во-вторых, все основные объекты внимания финансового менеджера в обобщенном представлении систематизированы в бухгалтерской (финансовой) отчетности, особенно в балансе, являющемся наилучшей финансовой моделью предприятия.

Первое из отмеченных обстоятельств предопределяет круг функций, связанных с анализом и планированием финансового положения предприятия, оценкой его текущего и перспективного положений на рынках капитала и продукции, оценкой его взаимоотношений с государством, собственниками, контрагентами, работниками. Кроме того, поскольку предприятие не может оказывать решающее влияние на окружающую среду (напротив, оно находится под ее влиянием), а динамика этой среды может характеризоваться периодическими всплесками, когда наступившее состояние среды существенно отличается от предыдущего в кратковременном или долгосрочном аспектах (изменение законодательства, инфляция, форс-мажорные обстоятельства и др.), очевидно, что круг задач и функций финансового менеджера не ограничивается рутинными, регулярно выполняемыми действиями (управление дебиторами, инвестициями, денежными средствами и др.), но расширяется за счет специфических действий, таких как управление финансами в условиях инфляции, в кризисный период, в условиях существенной реорганизации бизнеса, в условиях ликвидации бизнеса.

Второе обстоятельство объясняет конкретизацию задач финансового менеджера по вопросам инвестирования и финансирования. Рассмотрим статическое представление бухгалтерского баланса (рис. 1.7).

Актив	Пассив
Раздел I. Внеоборотные активы	Раздел III. Капитал и резервы
Раздел II. Оборотные активы	Раздел IV. Долгосрочные обязательства
	Раздел V. Краткосрочные обязательства

Рис. 1.7. Статическое представление баланса

Можно идентифицировать различные разрезы в балансе, как раз и позволяющие обособить отдельные функции и задачи финансового менеджера.

1. **Вертикальный разрез по активу.** Условно обособляются разделы I и II, т. е. это задачи по управлению активами (ресурсным потенциалом). Сюда относятся следующие задачи: определение общего объема ресурсов, оптимизация их структуры, управление вложениями во внеоборотные активы (в том числе по видам: основные средства, нематериальные активы, долгосрочные финансовые вложения и др.), управление производственными запасами, управление дебиторской задолженностью, управление денежными средствами и др.

2. **Вертикальный разрез по пассиву.** Условно обособляются разделы III, IV и V, т. е. это задачи по управлению источниками финансирования. Сюда относятся следующие задачи: управление собственным капиталом, управление заемным капиталом, управление краткосрочными обязательствами, оптимизация структуры источников финансирования, выбор способов мобилизации капитала, дивидендная политика и др.

3. **Финансовые решения долгосрочного характера.** Условно обособляются разделы I, III и IV, т. е. это задачи по управлению инвестиционными программами, понимаемыми в широком смысле: (а) каким образом развивать основной компонент ресурсного потенциала предприятия – его материально-техническую базу? (б) из каких источников (прибыль, дополнительные вложения собственников, привлечение долгосрочных заемных средств и т. п.) может быть профинансировано это развитие. Таким образом, сюда относятся две основные задачи: обоснование инвестиционных проектов и программ и управление капиталом (обеспечение финансовой устойчивости предприятия).

4. **Финансовые решения краткосрочного характера.** Условно обособляются разделы II и V и идентифицируются взаимосвязи инвестиционно-финансового характера между статьями этих разделов, т. е. формулируются и решаются задачи по управлению текущей финансовой деятельностью, включая управление ликвидностью и платежеспособностью. С позиции кругооборота и трансформации денежных средств текущая деятельность означает поступление производственных запасов с одновременным возникновением (как правило) кредиторской задолженности и последующую трансформацию запасов в незавершенное производство, готовую продукцию, дебиторскую задолженность, денежные средства. Иными словами, сюда относятся задачи по управлению оборотными активами и источниками их финансирования.

Материалы для самостоятельной работы

Дайте определение следующим ключевым понятиям: фирма, предприятие, право собственности, финансы предприятий, функции финансов предприятия, финансовый контроль, конгруэнтность целевых установок, аудит, материальная ответственность, финансовый менеджмент, система управления, общие функции управления, финансовые инструменты, модель, финансовые ресурсы, финансовые отношения, классическая теория финансов, неоклассическая теория финансов.

Вопросы для обсуждения

1. Термин «самостоятельное предприятие» применяется как в централизованно планируемой, так и в рыночной экономиках. Одинаковый ли смысл вкладывается в это понятие в каждом случае? Как вы понимаете термин «псевдосамостоятельность»? Приведите примеры.
2. В чем особенности управления финансами хозяйствующих субъектов разных форм собственности?
3. Существуют ли ограничения на число акционеров в акционерном обществе?
4. Что такое предприятие? Как этот термин трактуется в отечественном законодательстве?
5. Проанализируйте составные элементы права собственности.
6. Каково ваше понимание финансовой системы? Поясните логику взаимосвязи ее отдельных элементов.
7. Проанализируйте различные подходы к определению понятия «финансы».
8. В табл. (с. 24–25) приведены некоторые особенности двух типов экономики. Сделайте их анализ с позиции финансового менеджера. Не можете ли вы расширить эту таблицу за счет включения в нее новых существенных признаков?
9. В чем особенности функций финансов предприятия?
10. Каким образом финансы предприятия участвуют в решении проблемы конгруэнтности целевых установок собственников и управленческого персонала?
11. Каким образом взаимодействуют финансовая служба и бухгалтерия предприятия?
12. Какие виды финансового контроля вы знаете?
13. Дайте определение аудиторской деятельности и сформулируйте различия между ревизией и аудитом.
14. Какие варианты организации бухгалтерского учета возможны на предприятии?
15. Каким образом принцип материальной ответственности используется в системе управления финансами предприятия?
16. Дайте характеристику индивидуальной и коллективной форм материальной ответственности. В чем их преимущества и недостатки?

17. В чем сущность финансового менеджмента? Какие интерпретации этого понятия вы знаете?
18. Охарактеризуйте структуру и основные элементы системы управления финансами предприятия.
19. Есть ли разница между понятиями «финансовые ресурсы» и «источники финансовых ресурсов»?
20. Опишите систему целей, достижение которых служит признаком успешного управления финансами предприятия. Можно ли ранжировать эти цели?
21. Дайте характеристику основных областей деятельности финансового менеджера. Ответы на какие ключевые вопросы должен давать финансовый менеджер?
22. Какая трансформация произошла с термином «финансы» в процессе его эволюции? В чем вы видите причины подобной трансформации?

Глава 2

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

После изучения этой главы вы сможете получить представление:

- о корреспонденции финансового менеджмента с другими науками;
- подходах к структурированию разделов финансового менеджмента;
- логике структурирования финансового менеджмента и его базовых блоках;
- логике моделирования концептуальных основ финансового менеджмента;
- характеристике и содержании структурных элементов модели;
- содержании фундаментальных концепций финансового менеджмента.

2.1. Финансовый менеджмент: структура и содержание

Финансовый менеджмент как самостоятельное систематизированное научно-практическое направление сформировался в начале второй половины XX в.¹ Это событие было в известном смысле естественной реакцией ученых и практиков на реалии зарождавшихся тенденций в управлении бизнесом, особенностями которого явились повышение значимости финансовых ресурсов и рынков, их глобализация, усиление интернационализации бизнеса, развитие крупных транснациональных корпораций, в значительной степени определяющих тенденции в экономике, и др. Эти реалии прежде всего привели к становлению неоклассической теории финансов, делающей акцент на обобщение и развитие методов управления частным капиталом. Одной из примечательных особенностей новой теории была ее существенная математизация. Если классическая теория финансов носила в основном описательный характер, то научный инструментарий неоклассической теории финансов весьма изощрен и довольно сложен с позиции практиков. Это направление представляет собой описание логики функционирования рынков капитала и может рассматриваться как теоретическое обоснование закономерностей развития этих рынков, логики и принципов поведения их участников.

В условиях рыночной экономики ее ключевые системообразующие элементы – фирмы – безусловно имеют непосредственное отношение к рынкам капитала, причем в разных ипостасях: как инвесторы, финансовые реципиенты, спекулянты и др. Однако управление финансовой деятельностью фирмы не сводится лишь к операциям на фи-

¹ Краткий экскурс в историю финансовой науки представлен в гл. 11.

нансовых рынках; последние составляют лишь часть разнообразных операций по управлению денежными потоками, инвестициями, ссудо-заемными операциями и др. Именно это обстоятельство послужило основой разработки теоретических основ финансового менеджмента, который, как отмечалось выше, в начале второй половины XX в. довольно быстро оформился как самостоятельное научное и практическое направление, сформировавшееся на стыке трех наук: (1) неоклассической (или современной) теории финансов; (2) бухгалтерского учета и (3) общей теории управления.

2.1.1. Неоклассическая теория финансов и финансовый менеджмент

Финансовый менеджмент как наука об управлении финансами некоторого хозяйствующего субъекта предполагает определенное обозначение данного субъекта в контексте окружающей среды, идентификацию связей и отношений, возникающих в процессе его функционирования. Финансовые потоки, с позиции макроуровня, подчиняются определенной логике, а грамотное управление ими предполагает знание некоторых объективно существующих концептуальных принципов, позволяющих понять эту логику. Именно в рамках современной теории финансов сформулированы многие базовые концепции финансового менеджмента, объясняется методология управления финансами экономического (хозяйствующего) субъекта, характеризуются основные категории науки управления финансами, разрабатываются отдельные приемы, методы и инструменты, используемые для целей управления, дается их теоретическое обоснование.

С позиции практики неоклассическая теория финансов ориентирована прежде всего на участников финансовых рынков – финансовых аналитиков, профессиональных портфельных инвесторов, портфельных менеджеров и др. Эти специалисты имеют вполне определенную профессиональную ориентацию, их объекты внимания – финансовые активы и инструменты. Что касается управления финансовой деятельностью конкретной компании, то финансовые активы являются лишь одним элементом, иногда не самым значащим, в системе объектов управления (в данном случае не имеются в виду специализированные финансовые компании). На первый план могут выходить проблемы управления расчетами, реальными инвестициями, структурой источников и т. п. Поэтому деятельность финансового менеджера как специалиста по управлению финансами компании не сводится лишь к применению методов финансовой аналитики; более того, нередко эти методы для практика представляются оторванными от действительности и схоластическими по своей природе.

Подобная аргументация может быть актуальной для финансовых менеджеров небольших предприятий, для которых умение работать на финансовом рынке зачастую не является жизненно необходимым. Что касается топ-менеджеров крупных компаний, то им приходится аккумулировать как инструментарий и технику управления крупными финансовыми потоками, так и, например, методы управления дебиторской и кредиторской задолженностями. Поэтому такой специалист должен понимать, с одной стороны, логику функционирования финансового рынка, являющегося внешней средой по отношению к компании, а с другой стороны – принципы организации и методы управления финансовыми потоками внутри компании.

Финансовый менеджмент как раз и позволяет преодолеть определенную оторванность довольно математизированной (с позиции практиков) неоклассической теории финансов от практики повседневного управления финансовой деятельностью компании. Значимость теории для практического управления финансами заключается и в том, что, основываясь на общих закономерностях рынков капитала, финансовый менеджер может яснее осознать (возможно, на неформализованном уровне) и сформулировать логику принятия внутрифирменных решений. Например, невозможно дать четкое формализованное описание резервного заемного потенциала компании, но необходимо понимать его смысловое содержание и факторы, способствующие его изменению. Зачастую невозможно дать точную оценку альтернативных финансовых затрат, но знать их суть и принципы расчета просто необходимо. Таким образом, основной вклад неоклассической теории финансов в теорию и практику финансового менеджмента сводится прежде всего к разработке категорийного аппарата, обособлению и трактовке фундаментальных концепций управления финансами, формулированию принципов функционирования отдельной компании в международной и (или) национальной финансовой среде, выработке универсальных инструментов финансового рынка, которыми при необходимости может воспользоваться любая компания, и др.

2.1.2. Теория управления и финансовый менеджмент

Любое предприятие, с одной стороны, представляет собой сложную систему, состоящую из множества подсистем (одной из них как раз и является система управления финансами, или финансовый менеджмент), а с другой стороны, может рассматриваться как составной элемент системы более высокого порядка. В отличие от механических систем, являющихся, как правило, жестко детерминированными, предприятие как социально-экономическая система имеет множество типовых и спонтанных, зачастую неформализуемых аспектов деятельности, логика которых объясняется в рамках общей теории управления.

Координация деятельности предприятия, обеспечивающая целенаправленность и ритмичность его работы, осуществляется путем формирования в нем некоторой системы управления. **Управление** (management), понимаемое в широком смысле слова, представляет собой **процесс целенаправленного, систематического и непрерывного воздействия управляющей подсистемы на управляемую** (иначе: субъекта управления на объект управления) **с помощью** так называемых **общих функций управления, образующих замкнутый и бесконечно повторяющийся управленческий цикл**. Обособление, взаимосвязь и взаимодействие этих функций могут быть представлены различными способами. В частности, одно из первых представлений было сделано в 1914 г. известным французским предпринимателем и ученым Анри Файолем (Henry Fayol, 1841–1925), который считал целесообразным обособлять пять общих функций управления: планирование, организацию, распорядительство, координацию, контроль (позднее третью и четвертую функции стали объединять в одну – руководство). Если взять за основу предложение Файоля, то каждая из общих функций может олицетворяться с отдельным этапом процесса управления, а их последовательная сменяемость образует замкнутый управленческий цикл (см. рис. 2.1).

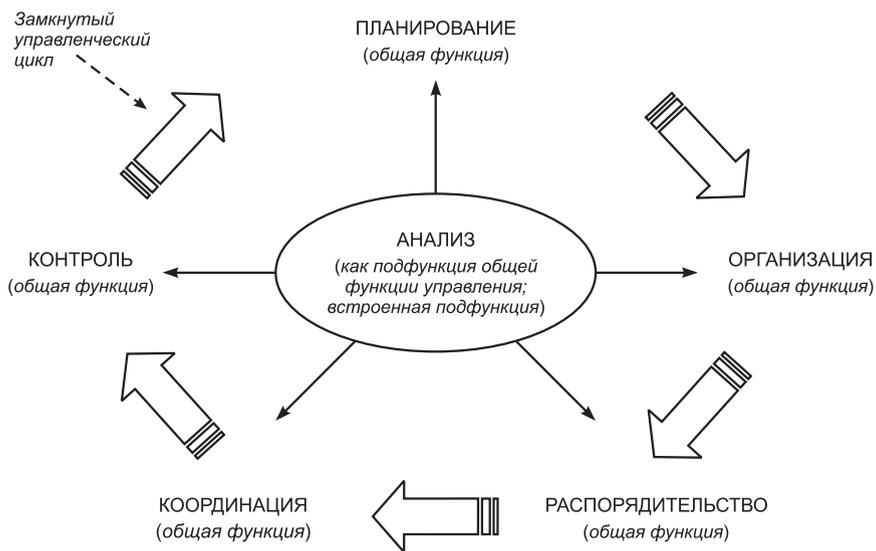


Рис. 2.1. Взаимосвязь общих функций управления

Прежде всего отметим три обстоятельства. Во-первых, слово «общие» означает, что эти функции являются инвариантными по отношению к виду социально-экономической системы, масштабам ее действий, отраслевой специфике и др.; иными словами, они реализуются

в любой системе управления. Во-вторых, набор общих функций может незначительно варьировать в зависимости от пристрастий авторов монографий и руководств. Так, в системе общих функций нередко обособляют учетную функцию. На самом деле подобная неоднозначность не является критической. В-третьих, не следует понимать последовательность обособленных функций, их неизбежную сменяемость в ходе реализации процесса управления. На практике эти функции обычно переплетаются, поскольку любая социально-экономическая система представляет собой некий аналог живого организма, но не автомата, действующего по заранее predetermined схеме. Хотя содержательное наполнение каждой из выделенных функций довольно очевидно, приведем краткую их характеристику.

Планирование подразумевает составление плана действий, в основу которого закладываются некоторые локальные цели. Эти цели могут быть исключительно вариабельны с позиции как временного фактора, так и весомости возможных последствий. Это максимизация возможного дохода, минимизация возможного риска, минимизация возможных убытков (потерь, расходов), обеспечение стабильности некоторого процесса, обеспечение компромисса между текущими и перспективными прибылями, формирование имиджа солидности и надежности и др. В зависимости от различных факторов может формироваться система взаимоувязанных планов. С планирования начинается замкнутый управленческий цикл.

Функция управления *организация* означает реальное наполнение планов, их ресурсное обеспечение и исполнение. Поскольку видов обеспечения много и они взаимосвязаны, данная функция исключительно важна, как подтверждение реальности и реализуемости планов. Эта функция весьма динамична, поскольку в ходе исполнения планов неизбежно возникает необходимость их более или менее существенной корректировки, причем, как правило, подобные корректировки связаны с потерями и убытками.

Функция *распорядительство* означает рутинное выполнение предусмотренных планом действий, т. е. воплощение в жизнь плановых установок, приведение в действие всех задействованных ресурсов.

Функция *координация* предусматривает осуществление взаимодействия и синхронности всех элементов системы, внесение необходимых корректировок в случае возникновения узких мест. Эта функция по сути дополняет предыдущую (недаром их нередко объединяют в одну функцию) и предполагает, помимо прочего, наличие в управленческой структуре компании некоторой системы реагирования на зафиксированные отклонения (так называемой системы обратной связи, позволяющей осуществлять текущее регулирование деятельности системы). В зависимости от существенности отклонений, а так-

же изменения внутренних и внешних факторов в рамках этой системы, вносятся корректировки в плановые задания, ресурсное обеспечение, технологический процесс и др.

Функция *контроль* означает наличие некоей системы, позволяющей делать суждение о том, насколько успешно функционирует система, обеспечивается ли достижение базовых целевых установок. Обычно эта функция реализуется путем введения некоторой системы формализованного учета и собственно системы контроля, базирующейся на учетных данных. Нередко, ввиду особой важности и практически безальтернативности идеи введения в управленческий процесс системы учета, последнюю обособляют в самостоятельную общую функцию управления, предшествующую контрольной функции. Если подобное имеет место, то это значит, что в управленческом цикле обособляют две общие функции – *учет* и *контроль*. Иными словами, в схеме Файоля в отношении общих функций управления обособление учета в явном виде не предусматривается, но подразумевается, поскольку очевидно (об этом свидетельствует практика), что без какой-либо системы учета контрольная функция надлежащим образом реализована быть не может.

В случае ее обособления управленческая функция *учет* означает введение в систему управления специфической подсистемы, в рамках которой организуется фиксация результатов текущего исполнения плановых заданий. Как правило, организуется три вида учета: оперативный, бухгалтерский и статистический (названия условные). В рамках *оперативного* учета накапливаются данные, пригодные для принятия сиюминутных решений; эти данные поступают из различных источников и имеют относительную, но приемлемую достоверность и точность. Оперативный учет не отличается какой-либо унифицированностью и систематизацией, нередко он организуется спонтанно линейными руководителями и представляет собой некоторый вариант сбора данных – индикаторов текущих процессов в фирме и имеет целью быстрое реагирование на возникающие проблемы.

Данные, накапливаемые в системе *бухгалтерского* учета, весьма систематизированы, и именно здесь формируется информационная база для выведения финансовых результатов деятельности экономического субъекта. Учетные данные используются в текущем управлении финансами. Что касается генерируемых в этой системе отчетных данных, то они имеют значимость, в основном, для принятия решений тактического и стратегического характера.

Статистический учет означает формирование базы данных о событиях, имевших место в прошлом, но которые, как ожидается, могут быть полезными в дальнейшем для ретроспективного анализа. Здесь,

как и в оперативном учете, могут аккумулироваться данные не только в денежном, но и в других измерителях.

Функция *контроля* предполагает организацию некоторой системы слежения за соответствием текущего состояния дел плановым ориентирам. Наиболее распространенной является система контроля и управления по отклонениям, предполагающая, что в ее рамках осуществляется анализ значимости (существенности) отклонений фактических значений некоторых индикаторов от их плановых значений. Поскольку в рамках системы учета может накапливаться большой объем данных, существует реальная опасность (и это неоднократно подтверждалось на практике), что лицо, принимающее решение, погрязнув в информационном массиве, начинает попросту игнорировать его, т. е. эффективность системы учета может стремительно снижаться, хотя формально об этом и не говорится. Таким образом, главное назначение функции контроля заключается не столько в механическом сравнении некоторых показателей, сколько в формировании системы контрольных точек, упорядоченных в пространственно-временном аспекте.

В системе управления хозяйствующим субъектом исключительно важную роль играет функция *анализа*. Существуют разные трактовки этой функции и места, ею занимаемого. В соответствии с логикой, заложенной в приведенную на рисунке схему управленческого цикла, анализ носит вспомогательный характер; он не является самостоятельной общей функцией управления, а представляет собой так называемую встроенную несамостоятельную подфункцию, которая по определению должна быть составной частью каждой общей функции, специфицированной под нее. Иными словами, планирование невозможно без анализа, т. е. в нем обязательно присутствует собственная аналитическая компонента; учет неотделим от анализа, который в учет же и должен быть встроен, и т. д. Анализ играет хотя и важную, но вспомогательную роль, обслуживая соответствующую общую функцию управления, специфицируясь в соответствии с ней. Отсюда следует важный теоретический вывод: вряд ли можно говорить о некоем унифицированном анализе, годящемся на все случаи жизни. (Именно это имело место в советское и раннее постсоветское время, когда пытались построить так называемую теорию экономического анализа, когда анализ искусственно отрывали от других функций управления, необоснованно выхолащивая последние и преувеличивая роль первого.)

В данной книге мы будем придерживаться следующей логики рассуждений. Анализ – одна из функций управления экономическими системами, значимость которой не подвержена влиянию времени и вряд ли может быть переоценена. В той или иной степени анализом занимаются все, кто имеет хоть малейшее отношение к деятельности

хозяйствующих субъектов. Безусловно, эти субъекты могут существенно различаться по видам своей деятельности, ее масштабам, организационно-правовым формам, целевым установкам; это накладывает определенный отпечаток и на содержание аналитических процедур и функций, выполняемых лицами, имеющими отношение и (или) интерес к тому или иному хозяйствующему субъекту. Несмотря на различия в трактовке и наполняемости аналитических процедур в зависимости от вида и объекта анализа, целевых установок, сопутствующих факторов (временного, личностного, информационного и др.), не вызывает сомнения тезис о том, что принятию любого управленческого решения должно предшествовать определенное аналитическое его обоснование.

Роль анализа в системе управления хозяйствующим субъектом вообще и его финансами, в частности, коренным образом меняется в связи с переходом от централизованно планируемой экономики к экономике рыночной. Дело в том, что в первой доминируют так называемые вертикальные связи, а во второй – горизонтальные связи. Смысловое содержание и различие между ними заключаются в следующем.

В директивной экономике жестко структурируется вся экономическая система (по отраслевому признаку), при этом главенствующую роль играют министерства и ведомства. Любую отрасль схематично можно представить в виде перевернутого дерева: корень, т. е. основа дерева, – это министерство, крона – подведомственные управления, объединения, организации, предприятия, упорядоченные в виде некоей иерархической структуры. Министерство определяет плановые задания по наиболее важным показателям, которые в дальнейшем спускаются по подведомственным элементам данной структуры. В свою очередь, сведения о выполнении установленных плановых заданий проходят в точности обратный путь и, постепенно агрегируясь, попадают на высший уровень – в министерство.

Подобная схема управления имеет свои достоинства, недостатки и особенности. В частности, здесь осуществлялось централизованное прикрепление поставщиков, подрядчиков, покупателей (имеется в виду, что любой хозяйствующий субъект по крайней мере согласовывал эти вопросы с вышестоящим органом управления), жестко контролировалось выполнение плана по фондообразующим показателям, устанавливались нормативы по множеству показателей (например, нормировались оборотные средства предприятий, прибыль практически в полном объеме изымалась вышестоящим органом управления и в дальнейшем подвергалась перераспределению) и т. п. Очевидно, что в этом случае особую роль играли плановые задания и контроль за их исполнением. Роль аналитической функции также была специфической: анализ, в основном, сосредоточивался на оценке отклонений от

плановых заданий и объяснении причин имевших место отклонений. Естественно, много говорилось не только о текущем контроле, но и о перспективных анализе и планировании, однако эта сторона деятельности аппарата управления хозяйствующего субъекта в значительной степени была формальной и, по сути, полностью выхолащивалась, поскольку вышестоящая организация спускала сверху плановые задания; речь, таким образом, шла лишь об их детализации и планировании мер по их обеспечению. Функция стратегического планирования, особенно в области финансов, была исключительно прерогативой центральных органов управления.

В рыночной экономике ситуация существенно образом меняется. Появляются реально (а не псевдо-) самостоятельные предприятия, которые вынуждены самостоятельно планировать свои действия в условиях конкурентной среды. Роль планово-аналитической функции в системе управления предприятием коренным образом меняется: контрольно-аналитический и объясняющий аспекты теряют свою исключительную значимость, существенно более важными становятся коммуникативный и прогнозно-ориентирующий аспекты.

Для любого предприятия одна из основных проблем – обеспечение стабильных источников финансирования. В денежной форме финансовые ресурсы практически не накапливаются; они немедленно вкладываются в дело. Вместе с тем потребность в больших или меньших, чем в среднем, объемах денежных средств периодически возникает. Можно указать на три основные причины: во-первых, заманчивые новые инвестиционные возможности; во-вторых, сбои в выполнении текущих расчетов, обусловленные нарушениями платежно-расчетной дисциплины; в-третьих, неподготовленность к исполнению крупных плановых оттоков денежных средств. Лишних денег, как правило, не бывает. А потому в упомянутые пиковые ситуации предприятие вынуждено самостоятельно находить кратко- или долгосрочный источник финансирования, при этом имеет место очевидная и объяснимая закономерность, проявляющаяся в том, что спонтанность решения в отношении источника может негативно сказываться на его стоимости. В этом смысле роль планово-аналитической функции в отношении источников финансирования трудно переоценить.

Успешно работающее предприятие сталкивается еще с одной проблемой – проблемой инвестирования. Речь идет как о развитии собственной базы, т. е. о reinvestировании прибыли с целью наращивания производственных мощностей, так и об инвестировании в другие сферы бизнеса и в финансовые активы. Инвестирование в новые сферы бизнеса представляет собой реализацию идеи разумной диверсификации бизнеса, позволяющей сравнительно безболезненно переносить временные спады, обусловленные снижением спроса на основную про-

дукцию фирмы. Что касается финансовых инвестиций, то имеется в виду формирование инвестиционного портфеля, позволяющего получать дивидендный и процентный доходы. Формирование и поддержание такого портфеля предполагает оценку инвестиционной привлекательности эмитентов.

Предприятие в условиях рынка может выжить лишь при условии стабильного генерирования прибыли (в среднем). Для этого ему надо таким образом построить свою деятельность, чтобы получаемые доходы превышали его расходы. Любые доходы рискованы по своей природе; имеется в виду, что если некая сфера бизнеса является привлекательной, то в нее обязательно попытаются войти конкуренты. Поэтому плановые ориентиры должны подтверждать возможность получения прибыли и в дальнейшем. В этих условиях гораздо важнее перспективный анализ, в результате которого могут быть получены более или менее обоснованные прогнозы ситуации на рынках и разработаны превентивные меры по нивелированию возможных негативных факторов. Значимость ретроспективного анализа, в результате которого выясняются причины имевших место отклонений от плановых заданий, менее существенна, хотя, безусловно, не отвергается.

Кроме того, устанавливая деловые связи с контрагентами, предприятие уже не может полагаться на вышестоящий орган управления, так как вся ответственность за выбор партнера (поставщика, покупателя) лежит на самом предприятии. В этой ситуации резко возрастает значимость умения оценить финансовую состоятельность действующего или потенциального контрагента, поскольку ошибка может дорого сказаться как на ритмичности производства, так и на финансовых результатах. Вот почему роль методик оценки финансового состояния предприятия резко усиливается.

Таким образом, в условиях рынка планово-аналитическая функция системы управления:

- приобретает бóльшую финансовую ориентированность, поскольку на уровне предприятия финансовые показатели имеют известный приоритет перед производственно-техническими; финансовый план, а также финансовые разделы во всех других видах планов начинают играть решающую роль в общем процессе планирования (любая деятельность оправдана в долгосрочном плане лишь в том случае, если она не является убыточной);
- отдает приоритет прогнозному перспективному анализу перед ретроспективным. Последний не отвергается; он нужен, во-первых, для улучшения системы планирования и, во-вторых, для выяснения причин благоприятных или неблагоприятных событий. Вместе с тем такой анализ носит подчиненный характер, поскольку гораздо важнее научиться прогнозировать и объяснять

будущее финансовое положение самой компании и ее контрагентов и благодаря этому избегать нежелательных вариантов действий или по возможности минимизировать их негативное влияние;

- уходит от точных оценок в сторону задания коридоров варьирования основных показателей, так как точные оценки с известной долей условности достижимы лишь в ретроспективном анализе, в перспективном анализе они невозможны в принципе. Кроме того, при разработке перспективных финансовых планов активно используется метод имитационного моделирования, когда, варьируя значениями ключевых параметров, т. е. задавая коридоры их изменения, пытаются определить наилучшую из возможных их комбинацию (при этом надо иметь в виду, что наилучшей комбинации, т. е. лучшей по всем параметрам, как правило, достичь невозможно);
- совместно с системой учета направлена на более полную реализацию коммуникативной функции. Доступность годового отчета компании становится одним из ключевых аргументов при установлении бизнес-контактов и поиске источников финансирования.

Описанная логика взаимодействия общих функций управления приложима как к предприятию в целом, т. е. как социально-экономической системе, так и к отдельным его компонентам, т. е. линейным и функциональным подразделениям и видам деятельности.

Управление финансами по некоторым базовым параметрам, естественно, вписывается в общую теорию управления, а при описании и структуризации финансового менеджмента эти функции находят адекватное отражение, в частности, в методиках финансового планирования, анализа, контроля и др.

Кроме того, из общей теории управления заимствуются такие идеи, как целеполагание, организационная структура, психологические аспекты управления, центры ответственности, мотивация и др. В частности, в системе финансового менеджмента должна формироваться иерархия целей финансового характера; выбираться определенная оргструктура построения системы управления финансами как подсистемы общего менеджмента; идентифицировать подразделения предприятия, наделенные определенным ресурсным потенциалом и возможностью принятия решений финансового характера с учетом определенных ограничений; формироваться совокупность финансовых поощрений и наказаний как элемент общей системы стимулирования деятельности компании, и т. п. В качестве примера упомянем о получивших широкое распространение на Западе схемах наделения работников компании собственными акциями (Employee Stock

Ownership Plan) как одним из эффективных менеджерских финансовых рычагов, позволяющих повысить эффективность работы наемного персонала и, в известном смысле, сгладить противоречия между работниками и собственниками компании (подробнее см.: [Бригхем, Гапенски, т. 2, с. 23–25]). Особую значимость имеет раскрытие психологических аспектов финансовой деятельности с позиции заинтересованных лиц: собственников, менеджеров, контрагентов, сторонних аналитиков и др. Создание и использование приемлемых финансовых рычагов играет существенную роль в формировании благоприятного психологического климата в компании.

2.1.3. Бухгалтерский учет и финансовый менеджмент

Общеизвестно, что управление представляет собой синтез науки и искусства; иными словами, фактор субъективности играет весьма существенную роль при принятии управленческих решений, в том числе решений финансового характера. Именно поэтому финансовый менеджмент имеет очевидную практическую направленность и служит своеобразным мостиком между теоретическими построениями (в отношении рынка капитала, систем, процессов и общих принципов управления) и их практической реализацией. Эта сторона финансового менеджмента задается его тесной связью с бухгалтерским учетом с позиции как информационного обеспечения деятельности финансового менеджера, так и совпадения объекта деятельности представителей этих двух направлений, каковым являются финансовые потоки и операции с ними, приводящие к изменению в активах и обязательствах предприятия.

Во многих небольших компаниях специализированная финансовая служба может вообще отсутствовать; в этом случае функции финансового менеджера, как правило, выполняет бухгалтер. Не случайно в структуре университетских и профессиональных программ подготовки бухгалтеров и финансистов дисциплины «Бухгалтерский учет» и «Финансовый менеджмент» рассматриваются как взаимодополняющие.

Вообще, блок дисциплин, объединяемых термином «Финансы», весьма тесно связан с бухгалтерским учетом. Во-первых, бухгалтерский учет имеет обширную и достоверную информационную базу, наиболее приспособленную для финансового анализа и менеджмента. Во-вторых, любые бизнес-контакты начинаются с взаимного представления публичной бухгалтерской (финансовой) отчетности. В-третьих, для участия в листинге на любой бирже необходимо предоставить финансовую отчетность, составленную с учетом определенных требований. Именно поэтому невозможно стать грамотным финансистом без

надлежащего и, заметим, весьма приличного знания концептуальных основ бухгалтерского учета, его логики и техники.

Тесная взаимосвязь финансов и бухгалтерского учета проявляется в стремительно нарастающей значимости стандартизации и гармонизации учета. В этой связи любой финансовый менеджер просто обязан владеть международными стандартами бухгалтерского учета и финансовой отчетности (см.: [Международные стандарты...; Палий]). Не следует полагать, что эти стандарты ориентированы лишь на бухгалтеров; по сути это финансовый документ, в котором даются определения и финансово-экономическая интерпретация таких понятий, как инфляция, гиперинфляция, стоимость, финансовый актив, финансовое обязательство, финансовый инструмент, доходы, расходы, гудвилл и др. Кроме того, знание стандартов необходимо практически для любых экономистов, имеющих отношение к международным финансовым рынкам, поскольку следование стандартам и их понимание является обязательным при выходе на международные рынки и установлении контактов с зарубежными контрагентами. Более подробно логика соотношения бухгалтерского учета и финансового менеджмента, а также имеющиеся в этом контексте проблемы будут рассмотрены в гл. 8.

2.1.4. Структуризация разделов финансового менеджмента

Структуризация необходима и целесообразна как в теоретическом, так и в сугубо практическом плане, поскольку благодаря ей: (а) достигается более наглядное обоснование логики финансового менеджмента как самостоятельного научного направления, а также специфики его категорийного аппарата и инструментария (суждение с позиции теории); (б) обособляются относительно самостоятельные области деятельности финансового менеджера (суждение с позиции практики). Кроме того, структуризация финансового менеджмента необходима для подготовки надлежащей учебной литературы.

Логически непротиворечивое обособление взаимосвязанных разделов в рамках единой структуры может быть выполнено разными способами; в частности, несложно сформулировать следующие три подхода: объектно-целевой, процедурно-целевой и объектно-процедурный.

В основу *объектно-целевого* подхода закладывается структуризация объектов управления, т. е. его логика задается вопросом: «Чем должен управлять финансовый менеджер?» В этом случае исходным моментом в структурировании финансового менеджмента является его трактовка как системы мер по оптимизации баланса предприятия, благодаря чему удается обособить основные объекты, управление которыми входит в компетенцию финансового менеджера. Выше отмеча-

лось, что основной целью финансового менеджмента как составной части системы управления деятельностью предприятия является повышение благосостояния его собственников, а один из основных количественных критериев этого повышения – увеличение их капитала. Формализация способов достижения этой цели осуществляется путем формирования некоторой финансовой модели предприятия, описания ее базовых параметров и способов управления ими. Как известно, наилучшей финансовой моделью предприятия выступает его бухгалтерская (финансовая) отчетность. Ниже будет показано, что центральное место в этой отчетности занимает баланс. Практически любые операции финансового характера немедленно сказываются на структуре и содержании балансовых статей, поэтому отслеживая их динамику и выбирая действия, способствующие оптимизации баланса, можно влиять на уровень оптимальности финансовой модели в целом, а следовательно, и на степень достижимости основной цели – наращивания капитала собственников. При этом подходе обособление и последовательность разделов финансового менеджмента задаются структурой разделов основных отчетных форм – баланса, отчета о прибылях и убытках и отчета о движении денежных средств, а основными объектами выступают внеоборотные активы, финансовые вложения, производственные запасы, дебиторская и кредиторская задолженности, капитал, резервы и др.

Таким образом, в этом подходе основой структуризации является финансовая модель предприятия, структура которой и задает разделы финансового менеджмента. В известном смысле можно говорить о доминанте статического аспекта деятельности менеджера (в основе финансовой модели – бухгалтерский баланс, отражающий статус-кво в средствах и источниках на дату отчета, т. е. являющийся статичным по определению).

Процедурно-целевой подход базируется на структуризации процедур финансового менеджмента, т. е. его логика задается вопросом: «Какие ключевые процедуры в системе мер по достижению основной цели деятельности предприятия должен выполнять финансовый менеджер?» Этот подход был, по сути, приведен в разд. 1.7 и 1.8, когда в качестве системообразующего критерия была выбрана совокупность базовых целей, которыми в общем случае должен руководствоваться финансовый менеджер, и соответствующих процедур, обеспечивающих их достижение.

Приведенный подход представляет собой реализацию стандартного программно-целевого подхода к управлению деятельностью сложного объекта. В этом случае прежде всего идентифицированы локальные цели деятельности финансового менеджера, а далее, исходя из этих целей, последовательно обособляются процедуры (программы действий) по достижению каждой цели, под которые формулируются

соответствующие подцели, категории, механизмы и методы. Таким образом, в этом подходе основой структуризации выступает обособление ключевых разделов деятельности финансового менеджера; здесь доминирует динамический аспект его деятельности.

Третий подход, условно называемый *объектно-процедурным*, синтезирует вышеприведенные за счет объединения статического и динамического аспектов деятельности финансового менеджера. Логика здесь очевидна и основывается на том обстоятельстве, что и первый, и второй подходы имеют очевидные слабости.

Так, первый подход базируется на представленной в бухгалтерской отчетности совокупности объектов управления, имеющих очевидный и непосредственный интерес со стороны финансового менеджера. Вместе с тем бухгалтерская отчетность построена таким образом, что она позволяет с той или иной полнотой ответить лишь на первые четыре из сформулированных в разд. 1.8 ключевых вопроса. Исключение составляет второй вопрос – обеспечение ритмичности текущей платежно-расчетной дисциплины, который, естественно, по своей сути не может найти отражение в периодической бухгалтерской отчетности. Для многих предприятий, особенно небольших, именно ритмичность расчетов имеет первостепенную важность, однако ее характеристика, методы управления и контроля лишь отчасти касаются системы бухгалтерского учета и не находят отражения в отчетных данных.

Объективности ради заметим, что исключительная ориентация на отчетность имеет еще и тот недостаток, что такой важный объект внимания, как финансовые отношения, также не находит в ней непосредственного отражения.

Что касается второго подхода, то его основной недостаток в том, что в явном виде не выделены объекты управления, поэтому требуются дополнительные действия по их обособлению, которые, на исключено, могут повлиять на состав и содержание процедур деятельности финансового менеджера.

Кроме того, в приведенной постановке оба подхода относились к деятельности финансового менеджера в ситуации стабильного функционирования предприятия. Не исключен вариант, когда эта стабильность нарушается, т. е. условия принятия решений в области финансов не носят характера рутинных, заранее прогнозируемых и в известной степени структурируемых (например, действия в условиях финансовых затруднений, обоснование объемов и способов крупного заимствования средств, решения в условиях инфляции).

Именно поэтому статическая финансовая модель, информационно базирующаяся на отчетности, логично дополняется динамической компонентой деятельности менеджера, что позволяет структурировать финансовый менеджмент как практическую деятельность в виде ряда

взаимосвязанных разделов. В частности, в приложении к крупному предприятию, которому свойственны наиболее разнообразные варианты управленческих решений финансового характера, совокупность этих разделов может быть такой:

Блок 1. Финансовый менеджмент: логика дисциплины, ее структура, содержание, понятийный аппарат.

Блок 2. Учет, анализ и планирование в контексте управления финансами фирмы.

Блок 3. Управление текущими денежными расчетами и потоками.

Блок 4. Управление доходами, расходами, прибылью и рентабельностью.

Блок 5. Финансовые решения в отношении активов фирмы.

Блок 6. Финансовые решения в отношении источников средств фирмы.

Блок 7. Финансовые решения в нетиповых ситуациях.

Приведенная блочная структура базируется на следующих легко обосновываемых посылах:

- финансовый менеджмент как самостоятельное направление, понимаемое как наука и искусство управления финансами хозяйствующего (экономического) субъекта, сформировался на стыке трех крупных научных направлений: общей теории управления, современной (неоклассической) теории финансов и бухгалтерского учета;
- финансовый менеджмент представляет собой реализацию общих идей управления в приложении к конкретному объекту – финансам хозяйствующего субъекта, потому с необходимостью должен учитывать общие принципы и логику общей теории управления;
- достижение основной цели любой компании – повышение благосостояния ее собственников, с позиции финансового менеджмента, обеспечивается системой мер в отношении следующих локальных целевых объектов: внешняя среда (рынки), ресурсы, источники финансирования, прибыль и рентабельность, платежно-расчетная дисциплина;
- неспонтанному принятию любого решения финансового характера всегда предшествует аналитическое его обоснование, закрепляемое в виде некоторых плановых заданий или ориентиров;
- в соответствии с обособлением локальных целевых объектов практический финансовый менеджмент включает следующие области: (а) оценка положения в конкурентной рыночной бизнес-среде и планирование мер по его неухудшению; (б) управление текущими денежными расчетами и оптимизация платежно-расчетной дисциплины; (в) управление прибылью и рента-

бельностью; (г) управление активами; (д) управление источниками финансирования¹;

- большая часть финансовых решений по указанным областям детализируется в зависимости от обособления конкретных объектов управления, причем в наиболее систематизированном виде эта детализация может быть выполнена, отталкиваясь от структуры баланса как основной формы отчетности, представляющей собой наиболее совершенную из доступных финансовых моделей предприятия;
- финансовая деятельность выполняется как в стабильном повторяющемся режиме, так и в условиях действия ряда факторов, значимость, приложимость к конкретному предприятию или действие которых ограничены (значимая инфляция, международные аспекты управленческой деятельности, банкротства, изменения организационно-правовой формы и существенные структурные изменения и др.). Особенности финансовой деятельности в условиях действия данных факторов целесообразно описать отдельным блоком.

В области теории и практики управления финансами рассмотренный подход основан на идеях, исповедуемых представителями англо-американской школы, которая, безусловно, доминирует в мире. Однако в некоторых экономически развитых странах можно видеть и другие подходы. В частности, в Германии проблемы управления финансами предприятия по сути разделены на два направления: концептуальные основы теории финансов, включая логику принятия решений финансового характера, имеющих стратегическую направленность, рассматриваются в курсе дисциплины «Финансирование и инвестиции» (см. работы Л. Крушвица, приведенные в Библиографии), а вопросы тактического и оперативного управления финансами – в курсе «Контроллинг», который включает многие разделы из курсов «Финансовый менеджмент» и «Управленческий учет» в их англо-американской трактовке (см.: [Хан]).

2.2. Логика построения концептуальных основ финансового менеджмента

В предыдущей главе были обособлены четыре основных субъекта финансовых отношений; безусловно, ключевую роль играют два из них – государство и предпринимательский сектор. Поэтому систему

¹ Суть каждого раздела в акцентированном виде может быть представлена путем формулирования соответствующего ключевого (целевого) вопроса, ответ на который дается в ходе постановки и реализации управленческих решений финансового характера (см. разд. 1.8).

управления финансами в целом, имеющую цель оптимизировать денежные потоки, целесообразно рассматривать как двухуровневую модель:

- макроуровень – управление публичными финансами, т. е. финансами государственными и местных органов управления;
- микроуровень – управление финансами хозяйствующих (экономических) субъектов.

На макроуровне основные задачи управления финансами сводятся к управлению государственным и муниципальными бюджетами и кредитами, монетарной и фискальной политикой. В значительной степени логика и принципы управления финансами на макроуровне определяют базовые параметры и ограничения в управлении финансами предпринимательского сектора, т. е. хозяйствующих субъектов. Вместе с тем любое предприятие представляет собой некоторую систему, управление финансами в которой осуществляется по определенным, поддающимся стандартизации и теоретическому обобщению правилам, которые можно обобщенно квалифицировать как концептуальные основы системы управления финансами хозяйствующего субъекта. Безусловно, хозяйствующие субъекты существенно различаются по многим параметрам: виду деятельности, размерам предприятия, структуре активов, финансовой структуре и др., что естественным образом накладывает отпечаток на систему управления финансами в каждом конкретном предприятии, однако логика ее функционирования остается инвариантной.

Именно описание этой логики представляет собой содержательное наполнение финансового менеджмента как научного направления; вместе с тем существует и другая его сторона – практическая реализация методов и приемов управления финансами. Иными словами, финансовый менеджмент может характеризоваться как в научном, так и в практическом аспектах. В первом случае речь идет об описании концептуальных основ этого научного направления; во втором – о конкретных способах и методах управления финансами хозяйствующего субъекта.

Традиционно любое научное направление в наиболее концентрированном виде характеризуется путем формулирования и идентификации его предмета (*что* изучается) и метода (*как, с помощью чего* изучается)¹. Предметом финансового менеджмента, т. е. того, *что* изучается в рамках данной науки, являются финансовые отношения, финансовые ресурсы, источники финансовых средств (капитал, обязательства).

Суть финансового менеджмента как науки и практики управления финансами хозяйствующего субъекта состоит в оптимизации финансовых потоков с целью получения приемлемых результатов. Генериро-

¹ Заметим, что Й. Шумпетер подверг сомнению данный подход, утверждая, что многие науки существенно переплетены, с течением лет их границы непрерывно сдвигались, а потому определять науку, ориентируясь на ее предмет и метод, бесполезно [Шумпетер, т. 1, с. 12].

вание многих потоков, особенно поступающих на предприятие извне, как правило, является следствием установления некоторых финансовых отношений, оформляемых в виде финансовых договоров. Любой поток имеет две ключевые характеристики: начало потока, т. е. откуда получены финансовые ресурсы; конец потока, т. е. куда вложены эти ресурсы. Кроме того, поскольку имеется множественность и (нередко) взаимозаменяемость потоков, в рамках финансового менеджмента ставится задача об оптимальной структуре потоков как по источникам возникновения (что предпочтительнее – кредит или облигационный заем?), так и по вариантам инвестирования (что предпочтительнее – держать деньги на счете в виде страхового запаса или конвертировать их в рыночные ценные бумаги?). Таким образом, обособляются несколько базовых элементов финансового менеджмента: финансовые отношения, ресурсы, источники финансирования, финансовые результаты, текущие денежные потоки.

Что касается *метода*, т. е. инструмента, с помощью которого изучается предмет финансового менеджмента (в рамках науки) или происходит управление финансовой деятельностью фирмы (в рамках практической деятельности), то в широком смысле слова его можно определить как систему теоретико-познавательных категорий, базовых (фундаментальных) концепций, научного инструментария (аппарата) и регулятивных принципов управления финансовой деятельности субъектов хозяйствования.

Как известно, *наука* представляет собой сферу человеческой деятельности, предназначенную для выработки и теоретической систематизации объективных знаний о действительности. Финансовой деятельности субъекта хозяйствования также присущи определенные закономерности, инвариантные по отношению к особенностям этого субъекта. Именно поэтому финансовый менеджмент, в рамках которого систематизируются эти закономерности, безусловно представляет собой самостоятельное научное направление, имеющее свой категориальный аппарат и инструментарий.

Под **концептуальными основами финансового менеджмента** (Conceptual Framework of Financial Management) можно понимать совокупность теоретических построений, определяющих логику, структуру и принципы функционирования системы управления финансовой деятельностью хозяйствующего субъекта в контексте окружающей политико-экономической среды. С некоторой долей условности можно утверждать, что работа по формулированию концептуальных основ была начата в начале 60-х гг. XX в. и базировалась на соответствующих разработках, развитых в рамках неоклассической теории финансов, бухгалтерского учета и общей теории управления.

С формальных позиций и в наиболее общем виде концептуальные основы (CF_{fm}) целесообразно представить в виде модели, состоящей из восьми взаимосвязанных элементов¹:

$$CF_{fm} = \{SI, OT, SC, BC, FP, MM, FM, SS\},$$

где SI – интересы участников;
 OT – иерархия целей системы управления финансами;
 SC – система категорий;
 BC – система базовых (фундаментальных) концепций;
 FP – финансовые процессы;
 MM – научно-практический инструментарий (методы, модели, приемы, инструменты);
 FM – финансовые механизмы;
 SS – обеспечивающие подсистемы.

Интересы участников. Хозяйствующий субъект представляет собой социально-экономическую систему, определяемую как совокупность ресурсов с обязательным и доминирующим участием человеческого фактора. Эта система функционирует не изолированно, а находясь под влиянием окружающей ее среды. В той или иной степени в деятельности конкретной компании заинтересованы многочисленные лица – участники. Это могут быть государства, властные органы страны, в которой базируется штаб-квартира компании, ее собственники, лендеры, потенциальные инвесторы, контрагенты, конкурирующие фирмы, работники компании и др. Условно их можно разделить на пять больших групп: поставщики капитала, участники текущей деятельности, государственные и публичные органы, работники компании и прочие заинтересованные лица.

Поставщики капитала – это собственники компании и лендеры. В рыночной экономике любая крупная компания – это, как правило, АО, котирующее свои ценные бумаги на фондовой бирже. Это означает, что любое физическое или юридическое лицо, купившее акции компании, входит в состав ее собственников². Подобная организация бизнеса основана на идее разделения права собственности и права опе-

¹ Уместно заметить, что единого устоявшегося понятия «концептуальные основы финансового менеджмента» не существует. Мы привели один из возможных вариантов как собственно дефиниции, так и сущностного ее наполнения. Это замечание справедливо и в отношении обсуждаемых ниже фундаментальных концепций финансового менеджмента.

² В данном случае термин «собственник компании» является условным понятием, используемым как обобщенная характеристика лица, предоставившего свой капитал в обмен на право получения соответствующей доли в текущих прибылях компании и ее чистых активах в случае ее ликвидации. В соответствии с российским законодательством, в зависимости от организационно-правовой формы компании ее собственниками могут выступать учредители, члены, участники и др.

ративного управления компанией. Собственники компании предоставляют свои средства и после этого существенно ограничиваются в своих возможностях осуществлять контроль за их использованием. Поскольку основной целью любого инвестора является увеличение вложенного им в бизнес капитала, акционер компании, вложив в нее свои средства, надеется, с одной стороны, получать регулярный доход в виде дивидендов, а с другой стороны – иметь возможность вернуть вложенный им капитал, причем в сумме, превышающей исходную инвестицию. Регулярность текущего дохода свидетельствует о стабильной деятельности компании; возможность вернуть капитал проявляется в ликвидности акций на рынке капитала и благоприятной динамике цены акций. Это общий принцип инвестирования.

Безусловно, существуют и другие цели; например, установление гарантированных деловых связей, в частности, в отношении стабильных поставок продукции (сырья, полуфабрикатов и др.), определение оптимального объема инвестиций в данную компанию, изменение доли участия в ее капитале (последнее особенно важно в случае стратегической цели по установлению контроля над компанией) и т. п. Однако основная цель двойка: это получение стабильного регулярного дохода и генерирование капитализированного дохода.

Несмотря на свою отстраненность от текущего управления компанией, ее собственники все же имеют определенные рычаги влияния на ее управление. Это проявляется в установлении некоторых ограничений на объемы инвестиций, осуществляемых по усмотрению топ-менеджеров компании, в определении политики в отношении высших органов управления компанией, в реализации системы привязки топ-менеджеров и работников компании к ее деятельности, в установлении систем управленческого и финансового контролей (в частности, путем выбора аудитора) и др. Тем не менее любой инвестор-собственник понимает ограниченность своей позиции в отношении текущего управления. Кроме того, весьма распространена ситуация, когда инвестор либо не является профессиональным менеджером или финансистом, либо не желает им быть в отношении компании, акциями которой он владеет; в этом случае он играет роль «денежного мешка», предоставившего свои средства в руки опытных (по его мнению) специалистов.

Независимо от уровня профессиональной компетентности инвестора-собственника целевые установки в отношении регулярности текущего дохода и возможности возврата инвестиций через механизмы рынка капитала являются инвариантными, а их достижение в значительной степени обеспечивается путем внедрения в фирме качественной системы управления, в том числе финансового менеджмента,

и привлечения опытных менеджеров как по общим вопросам, так и в области финансов.

Акционеры, составляющие ядро данной группы инвесторов, не являются в ней единственными. Помимо них в эту группу входят лендеры, также поставляющие свой капитал на долгосрочной основе, но с условием обязательности его возврата. К заемному капиталу относятся долгосрочные кредиты и займы, включая облигационные займы, а основные его характеристики – платность, срочность и возвратность. Поскольку лендеры предоставляют свои средства на конечный (хотя и длительный) срок, их интересы заключаются в том, чтобы в обязательном порядке: (а) получать свой регулярный доход как плату за предоставленный капитал и (б) в заранее оговоренный срок вернуть обратно капитал в сумме, равной или превышающей исходную инвестицию, причем эта сумма заранее известна (например, это «тело» кредита, номинал облигации, выкупная цена и др.).

Система финансового менеджмента должна быть организована таким образом, чтобы удовлетворить интересы инвесторов; в частности, обеспечить мониторинг финансово-хозяйственной деятельности компании в таком ключе, чтобы инвесторы могли контролировать соответствие этой деятельности их интересам.

Участники текущей деятельности – это контрагенты предприятия (поставщики и покупатели), а также кредитные учреждения, финансирующие его текущие операции. Текущая деятельность заключается в привлечении разного рода ресурсов (материальных, трудовых, финансовых), их объединении в производственно-технологическом процессе, в производстве продукции и ее продаже покупателям. Условно текущую деятельность можно представить как непрерывный поток трансформируемых друг в друга средств, в начале которого поставщики, а в конце – покупатели. Взаимоотношения предприятия с поставщиками и покупателями регулируются путем установления определенной системы расчетов за полученное сырье и материалы, с одной стороны, и за поставленную продукцию, с другой стороны. Кроме того, поскольку все расчеты осуществляются в основном через банк, который нередко выступает не только организатором и проводником расчетов, но и (при необходимости) кредитором по текущим операциям, в повседневной деятельности всегда участвуют четыре заинтересованных лица: собственно компания, ее поставщики, покупатели и имеющие отношение к операциям банки.

Каждое из этих лиц имеет собственные интересы. Компания заинтересована в ритмичности поставки сырья и материалов, долгосрочности и стабильности производственных связей, приемлемости предлагаемой поставщиками цены, стабильности ценовой политики, наличии системы скидок, платежеспособности покупателей и др. Интерес по-

ставщиков состоит в стабильности производственных связей, ритмичности расчетов за поставленную продукцию и платежеспособности компании. Покупатели заинтересованы в ритмичности поставки продукции и приемлемой цене, включая систему скидок. Интерес банка заключается в стабильности связей с компанией, поскольку организация и осуществление расчетных операций приносит им доход, а также в кредитоспособности компании в том случае, если последняя кредитуетя банком по текущим операциям.

Поэтому основное назначение системы финансового менеджмента в отношении соблюдения интересов этой группы лиц заключается в организации и поддержании ритмичной текущей платежно-расчетной дисциплины и обеспечении соответствующего мониторинга.

Государственные и публичные органы представлены главным образом налоговыми органами. Безусловно, государство заинтересовано в деятельности любой конкретной компании, поскольку, во-первых, получает от ее валовых доходов свою долю в виде налоговых платежей и, во-вторых, обеспечивает тем самым реализацию своей социальной политики в виде дополнительных рабочих мест, предоставляемых населению данной компанией. Система управления финансами компании поэтому должна обеспечить как своевременность и полноту расчетов с государством, так и мониторинг этих расчетов. В свою очередь государство, имея цель обеспечить стабильность и (по возможности) повысить долю налоговых платежей в поступлениях в государственный бюджет и основываясь на данных мониторинга, во-первых, составляет представление о состоянии дел в той или иной отрасли народного хозяйства и необходимости вмешательства в ее деятельность через систему субсидий, льготного кредитования и (или) налогообложения и, во-вторых, регулирует предпринимательскую деятельность в целом, главным образом, путем проведения соответствующей налоговой политики.

Работники компании. Можно выделить два типа наемных работников, различающихся своими целевыми установками и значимостью, с позиции управления финансами, – управленческий персонал (особенно топ-менеджеры) и рядовые работники. Именно топ-менеджеры, в числе которых финансовый директор, главный бухгалтер, определяют структуру финансовой службы, движение денежных потоков, технологию проведения расчетов и т. п. Топ-менеджеры заинтересованы прежде всего в том, чтобы их деятельность одобрялась собственниками компании, компания наращивала свои обороты, что автоматически сопровождалось бы как повышением их репутации в профессиональных кругах, так и ростом вознаграждения. Индикаторами успешности деятельности топ-менеджеров выступают устойчивое генерирование

прибыли в среднем с устраивающим собственников уровнем рентабельности и рост цены акций фирмы на рынке капитала.

Что касается рядовых работников, то их интересы выражаются в устраивающей их заработной плате, имидже компании, уровне социальных благ, предоставляемых ею.

Прочие заинтересованные лица – это потенциальные инвесторы, финансовые спекулянты, аналитики и конкуренты. Интересы потенциальных инвесторов заключаются в том, чтобы, ориентируясь на динамику рыночных индикаторов и отчетные данные о финансовом положении компании, принять решение о целесообразности инвестирования средств в данную компанию и, в частности, приобретения ее. В рыночной экономике всегда присутствует фактор враждебного поглощения компаний, поэтому система финансового менеджмента должна предусматривать меры по противодействию такому поглощению.

Финансовые спекулянты получают свой доход от операций купли-продажи ценных бумаг на вторичном рынке. В принципе, система финансового менеджмента не предназначена удовлетворять их интересы, поскольку спекулянты напрямую не связаны с компанией-эмитентом (в частности, доход от операций купли-продажи непосредственно не отражается на источниках ее финансирования). Здесь связь обратная: для решения своих задач спекулянты пользуются данными, генерируемыми в системе управления (например, отчетностью). Тем не менее действия спекулянтов в отношении ценных бумаг конкретного эмитента являются определенным индикатором успешности ее функционирования, поэтому финансовые топ-менеджеры вынуждены в некоторой степени учитывать интересы и действия спекулянтов. В частности, это проявляется в большей или меньшей открытости данных, в том числе в опубликовании их в объеме и аналитическом представлении, достаточном для принятия соответствующих решений на рынке капитала.

Аналитики представлены, в основном, информационно-аналитическими агентствами, публикующими периодические аналитические обзоры и (или) ведущими информационные базы, включая разного рода средние значения по основным индикаторам. Деятельность подобных агентств имеет множество аспектов, в том числе рекламного характера. Не случайно включение ценных бумаг в информационные файлы и рейтинги ведущих агентств может представлять определенную ценность для компании, потому система финансового менеджмента должна удовлетворять запросам агентств в отношении регулярности и объема предоставляемых ею данных.

В рыночной экономике конкуренция в значительной степени влияет на качество продукции, поэтому сбор и систематизация дан-

ных, в том числе финансового характера, о фактических и потенциальных конкурентах всегда является одним из приоритетных направлений деятельности менеджеров. Данные, генерируемые в системе управления, должны удовлетворять определенным требованиям с позиции их аналитичности и открытости, а с другой стороны – их конфиденциальности.

Таким образом, в деятельности компании заинтересованы многие лица, причем их интересы, в том числе с позиции информационного обеспечения, далеко не всегда совпадают. Поскольку информация финансового характера является наиболее значимой для подавляющего большинства заинтересованных лиц, система финансового менеджмента должна быть организована таким образом, чтобы удовлетворить финансовые интересы определенного круга лиц и обеспечить адекватное информирование всех категорий лиц, имеющих отношение к данной компании.

Иерархия целей. Система управления финансами фирмы должна быть построена таким образом, чтобы можно было говорить о ее гармоничности в контексте как обеспечения конгруэнтности целевых установок заинтересованных лиц, так и упорядочения и согласования целевых установок фирмы по временной (стратегический, тактический и оперативный аспекты) и структурной (центры ответственности) составляющим.

Конгруэнтность целевых установок. В соответствии со своими интересами лица, имеющие отношение к предприятию, формируют свои цели. Эти цели многоаспектны, соподчиненны и могут дублироваться (одна и та же цель может отвечать интересам разных категорий лиц). К целям относятся повышение личного благосостояния, надежность вложения капитала с приемлемой нормой отдачи, качество продукции и услуг, ритмичность платежно-расчетной дисциплины, наличие достаточного уровня свободы и полномочий в принятии решений финансового характера, потенциальная возможность войти в число собственников предприятия, стабильность работы и вознаграждения и др. Многие из целей могут быть выражены в терминах финансов, а их формализация задается некоторыми индикаторами, значения и динамику которых как раз и отслеживают заинтересованные лица. Один из вариантов иерархического упорядочения целей приведен на рис. 2.2.

Содержание и основная целевая установка системы управления финансами фирмы – максимизация богатства ее владельцев с помощью рациональной финансовой политики. Количественное подтверждение следования данной целевой установке проявляется в росте рыночной цены акций компании. Этот рыночный индикатор значим как

для фактических, так и для потенциальных акционеров, ибо с его помощью:

- первые убеждаются в правильности ранее сделанного ими решения в отношении инвестирования в данную компанию и не изымают в массовом порядке свой капитал, что имеет исключительную важность с позиции стабильности фондового рынка в отношении данных активов;
- вторые, являясь потенциальными источниками капитала компании, формируют суждение о возможности и целесообразности инвестирования средств в активы компании и в случае эмиссии долгосрочных финансовых инструментов с готовностью сделают такое инвестирование.

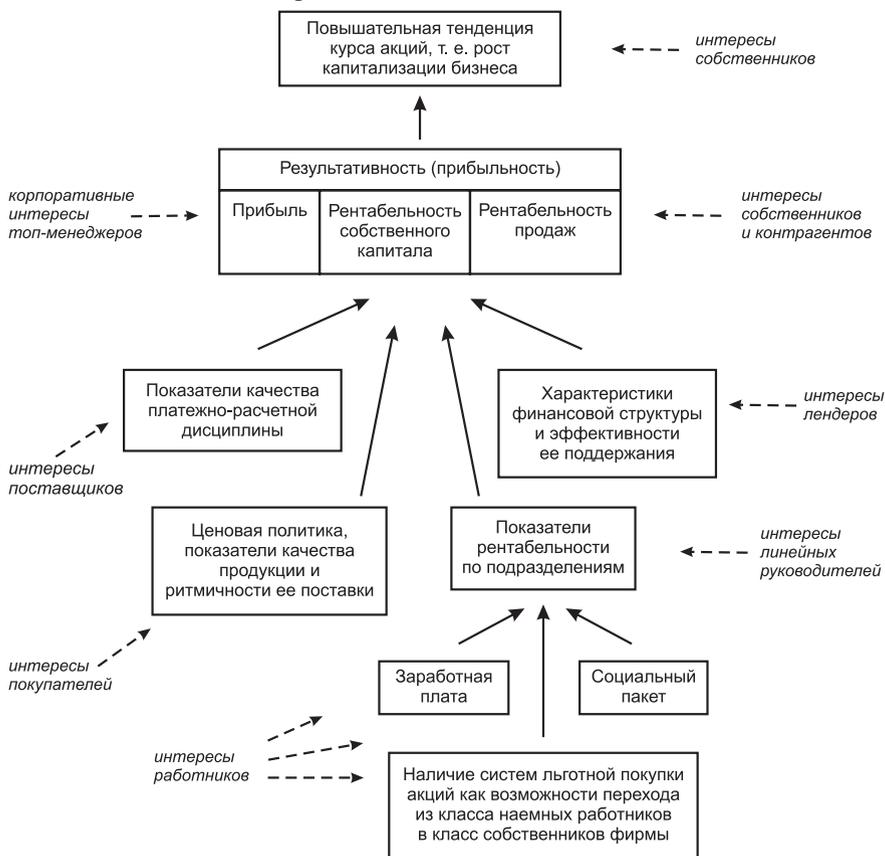


Рис. 2.2. Иерархия целей заинтересованных лиц

Иными словами, благоприятная динамика цены акций фирмы, означающая признание рынком правильности текущей работы фирмы

и ее перспективности, не только является результатом ее успешного функционирования, но, во-первых, как бы обеспечивает стабильность текущей деятельности фирмы и, во-вторых, положительно влияет на величину резервного заемного потенциала компании, формируя основу для наращивания капитала.

Рост цены акции фирмы обусловлен действием двух ключевых движущих факторов: во-первых, устойчивым генерированием прибыли и, во-вторых, благоприятными ожиданиями участников рынка в отношении перспектив развития фирмы. Цена формируется не только и не столько фактическими собственниками бизнеса, сколько участниками рынка капитала, в числе которых потенциальные инвесторы, брокеры, аналитики и др. Действие первого фактора очевидно: наличие прибыли и ее реинвестирование означают, как правило, реальный рост активов фирмы, т. е. повышение благосостояния инвесторов. Второй фактор более вуалирован. Рост рыночной цены акции в этом случае не сопровождается непосредственным увеличением осязаемых активов фирмы, а означает по сути наращивание ее репутации, точнее, нематериального актива, называемого внутренне созданным гудвиллом¹. На текущем балансе фирмы это никоим образом не сказывается, поскольку как актив гудвилл появляется лишь в случае продажи фирмы как единого имущественного комплекса. В текущей оценке гудвилла безусловно присутствует конъюнктурный момент, а потому вклад гудвилла в рыночную капитализацию весьма вариабелен (в разд. 8.4 будут приведены примеры, подтверждающие роль финансовых менеджеров в изменении их рыночной капитализации).

Эти два фактора – устойчивая прибыль и гудвилл – безусловно взаимосвязаны, однако обладают известной автономией. Дело в том, что прибыль в значительной степени определяется внутрифирменными факторами, тогда как в формировании стоимостной оценки гудвилла роль рыночного, т. е. внефирменного, фактора исключительно высока.

Несложно понять, что повышательная динамика цены акций, как основная целевая установка с позиции собственников, не формируется абстрактно, сама по себе. Ее основным фактором выступает устойчиво прибыльная работа компании, т. е. с практической точки зрения, исключительно значима целевая установка – результативность работы, проявляющаяся в том числе в ее прибыльности. Любопытно отметить, что некоторые топ-менеджеры полагают эту цель даже более значимой, нежели динамика курса акций. Так, председатель правления автоконцерна «Volkswagen» Б. Пишецридер считает, что «сила любой... компании – в ее прибыльности, а вот приведет ли это к повыше-

¹ Подробная характеристика гудвилла будет приведена в разд. 8.4.

нию курса акций – это уже другой разговор». Причем речь должна идти именно о стабильной прибыльности, поскольку «легко продемонстрировать прибыльность на основании результатов одного года, однако настоящая прибыльность начинается тогда, когда вы обретае уверенность в будущем»¹.

Устойчиво генерируемая прибыль и рассчитываемые на ее основе показатели рентабельности входят поэтому в качестве основных в иерархическую систему целей. В значительной степени эти индикаторы контролируют и другие лица, заинтересованные в деятельности данной компании, – контрагенты, банкиры, аналитики и др.

Для лендеров (фактических и потенциальных) в число основных целевых показателей входят финансовая структура предприятия (например, уровень финансового левериджа) и способность предприятия регулярно выплачивать проценты за пользование долгосрочными источниками финансирования (например, коэффициент покрытия постоянных финансовых расходов).

Для поставщиков основной целевой показатель – своевременность и полнота расчетов за поставленную продукцию (сырье, материалы).

Топ-менеджеры могут быть заинтересованы в устраивающей их оплате труда, в наличии и уровне вознаграждения в случае прекращения контракта о найме по инициативе собственников предприятия, в возможности получения на льготных условиях доли в капитале фирмы, в престижности фирмы, в уровне делегируемости властных полномочий и т. п.

Целевыми установками для рядовых работников фирмы могут быть наличие приемлемой заработной платы, системы поощрения, удобства в условиях работы, уровень разветвленности и доступности системы социального обеспечения и др.

Таким образом, возникает иерархия целей, причем эти цели не в полном объеме корреспондируют друг с другом. Например, управленческому персоналу далеко не всегда выгодно демонстрировать реальное финансовое положение предприятия в целом, последствия той или иной инициированной им хозяйственной операции, проекта, сделки. Поэтому может возникать искушение не то чтобы обмануть, ввести в заблуждение собственников, но по крайней мере не акцентировать внимание на негативных моментах. В свою очередь, собственники, понимая возможность подобной коллизии, предпринимают определенные меры по ее недопущению. Делается это путем ограничения полномочий менеджеров того или иного уровня, введения систем поощрения и наказания, привлечения независимых экспертов и т. п. В том случае, если целевые установки различных заинтересованных лиц не

¹ Ведомости. 2001. 24 окт.

противоречат друг другу по существу (иными словами, имеющиеся противоречия не носят критического характера для деятельности фирмы), говорят об их *конгруэнтности*. Сущность возможных противоречий и способы их преодоления описываются в рамках теории агентских отношений.

Согласование целевых установок фирмы во временном аспекте. Очевидно, что любой хозяйствующий субъект имеет более или менее развернутую программу своей деятельности. В рамках этой программы формулируется набор целей, отражающих стратегический, тактический и оперативный аспекты работы фирмы. Эти цели должны быть упорядочены; например, из более общих и долгосрочных целей выводятся цели краткосрочного характера или реализуется какая-то другая схема. В плане управления финансами этот аспект находит отражение в системе финансовых планов.

Согласование целевых установок фирмы по структурной составляющей. Чем крупнее фирма, тем сложнее ее оргструктура управления. В значительной степени общий успех достигается в случае сбалансированности усилий каждого из подразделений, согласованности их интересов, осознания их руководителями взаимообусловленности целевых установок и их подчиненности генеральной цели. Один из вариантов решения данной проблемы нашел отражение в системе управления, подразумевающей выделение центров ответственности (см. [Ковалев, 2006(a)]).

Категории финансового менеджмента – это наиболее общие, ключевые понятия данной науки. В их числе фактор, модель, ставка, процент, дисконт, финансовый инструмент, денежный поток, риск, доходность (отдача), леверидж и др. Особенность развития научных знаний, проявляющаяся в переплетении категорийного аппарата и инструментария смежных научных направлений, приводит к тому, что обособить базовые понятия, принадлежащие исключительно данной области знаний, практически невозможно. Одно из исключений – применяемый в бухгалтерии метод двойной записи.

Учитывая отмеченную особенность развития науки, можно говорить о некотором банке универсальных категорий, являющихся базовыми в равной мере для разных научных направлений, квалифицируемых как относительно самостоятельные. Так, понятие «модель» используется практически в любой области экономических исследований, имеющих сугубо теоретическую, практическую или историческую направленность.

Финансовый менеджмент по историческим меркам представляет собой исключительно юное направление в науке (см. гл. 11). Именно этим объясняется то, что многие базовые понятия заимствованы им из этого банка универсальных категорий.

Определения упомянутых выше, а также других понятий и категорий и их экономическая интерпретация будут приведены в следующих разделах книги по мере их появления в обсуждении основных разделов деятельности финансового менеджера.

Фундаментальные (базовые) концепции определяют логику финансового менеджмента и использования его прикладных методов и приемов на практике. Необходимость их идентификации, обособления и интерпретации определяется стохастичностью и вариабельностью любого управленческого решения, в том числе решения, имеющего финансовую подоплеку. В подавляющем большинстве случаев финансовые операции не являются единственно возможными и жестко предопределенными в том смысле, что условия, детали и последствия их осуществления могут просчитываться и оговариваться, поэтому принятие соответствующего решения всегда предполагает наличие некоторого компромисса между вполне естественным желанием достичь наибольший эффект от данной операции и возможностью фактического получения наименее желаемого результата. Осознание необходимости подобного компромисса и его обоснование с помощью количественных оценок или неформализуемых критериев становится возможным лишь в том случае, если финансовый менеджер отчетливо представляет логику закономерностей, предпосылок и допущений, сопровождающих любые финансовые операции. Как будет показано ниже, несмотря на определенную умозрительность и теоретизированность, базовые концепции в обязательном порядке (хотя, может быть, и не всегда в явной форме) учитываются в процессе принятия решений финансового характера, т. е. они являются, по сути, краеугольным элементом системы управления финансами хозяйствующего субъекта.

Финансовые процессы. Управление финансами реализуется в виде бесконечной череды принятия решений в отношении двух типовых процессов: (а) мобилизации, т. е. привлечения средств, их притока и (б) инвестирования, т. е. вложения средств, их оттока. Здесь следует иметь в виду два обстоятельства.

Во-первых, и мобилизация, и инвестирование могут быть как предполагаемыми (желаемыми), так и фактически осуществленными. Так, покупка опциона продавца не только сопровождается фактическим денежным оттоком в виде уплаченной за опцион цены, но и приобретением права продать оговоренный финансовый актив в будущем, т. е. возможными в будущем притоками денежных средств.

Во-вторых, денежные средства могут присутствовать в операции не фактически, а опосредованно – как стоимостное выражение ресурсного потока. Полезность трактовки ресурсных потоков в терминах потоков денежных определяется двумя аспектами: единообразием изме-

рителя разнородных ресурсов и идентификацией денежных средств как универсального ресурса, поставляемого в возмещение возможных или фактических потерь в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения оговоренной финансовой операции.

Любая финансовая операция в конечном итоге представляет собой либо предполагаемый (желаемый), либо осуществленный денежный поток. Поскольку поток имеет начало (источник поступления денежных средств, донор, собственник) и конец (получатель денежных средств, их пользователь, реципиент), его можно рассматривать одновременно с позиции и источника, и получателя денежных средств (или права на их получение). Иными словами, обе эти операции взаимосвязаны; более того, они означают по сути один и тот же денежный поток, но рассматриваемый с разных позиций.

Мобилизация и инвестирование всегда имеют логическую и материально-финансовую основу, что предопределено неравномерностью экономического развития различных регионов, стран, субъектов и лиц. Всегда находятся субъекты, имеющие временно свободные финансовые ресурсы, и всегда существуют субъекты, нуждающиеся в подобных ресурсах. В зависимости от уровня развития экономики переливы ресурсов из одного сектора в другой или от одного субъекта (лица) к другому могут осуществляться разными способами, однако, как показывает исторический опыт, наиболее мобильным и экономически эффективным способом является перелив ресурсов в форме движения капитала. Однако и в этом случае возможны варианты, в частности, относительно этапности прохождения финансового ресурса от реального донора к реципиенту. Наиболее простым и выгодным, на первый взгляд, является вариант установления непосредственного контакта между заинтересованными в конкретной операции финансовыми донором и реципиентом. Вместе с тем в современной сложной и запутанной экономике простое не всегда оказывается выгодным, экономически эффективным. Именно поэтому в развитой рыночной экономике движение капитала осуществляется с помощью финансовых институтов и инструментов. Чем более открыта экономика, прозрачны и защищены финансовые потоки, тем активнее доноры вкладывают свои временно свободные средства в долгосрочные финансовые инструменты (акции и облигации) и рискованные краткосрочные финансовые операции.

В случае если доверие к финансовым институтам невысоко, значительная часть денежных средств не включается в активный кругооборот, а что касается вовлеченных в оборот средств, то их оборачиваемость, как правило, низка. Яркий пример: сохраняющееся до сих пор недоверие россиян к учреждениям финансовой сферы после кризиса 1998 г.; большинство людей предпочитают вкладывать свои средства

в недвижимость, валюту, золото, отдавая предпочтение вместо государственного или коммерческого банка банке стеклянной, благодаря чему происходит по сути омертвление финансовых ресурсов. По самым скромным оценкам, на руках у населения от 40 до 60 млрд долл.¹ Чем более открыта и конкурентна экономика, т. е. чем шире набор вариантов инвестирования средств, тем больше людей предпочитают вкладывать свои средства в финансовые активы.

Что касается предприятий, то неразвитость финансовой инфраструктуры, малое число активных инвесторов и невысокие объемы циркулирующего капитала приводят к усложнению, а иногда и к практически полному свертыванию их связей с банками на предмет получения кредитов, что влечет невозможность активизации инвестиционной деятельности, снижение затрат на НИОКР, старение материально-технической базы, снижение конкурентоспособности продукции и т. п.

Научно-практический инструментарий (аппарат) – это совокупность общенаучных и конкретно научных способов управления финансовой деятельностью хозяйствующих субъектов. В практической плоскости научный инструментарий представляет собой совокупность финансовых инструментов, приемов, методов и моделей, позволяющих осуществлять эффективное управление финансами предприятия. Ниже будут подробно описаны элементы научного инструментария.

Финансовые механизмы. Существуют различные интерпретации понятия «финансовый механизм». В данной работе этот термин будет означать некоторую конструкцию, предназначенную для более эффективной реализации финансовых процессов (мобилизации и инвестирования). В рыночной экономике основными видами финансовых механизмов являются финансовые рынки, институты и инструменты. Их общая характеристика будет приведена ниже.

Обеспечивающие системы. Этот элемент концептуальных основ финансового менеджмента определяет возможности его практической реализации. Дело в том, что финансовый менеджмент как подсистема управления предприятием может успешно функционировать лишь при наличии определенных видов обеспечения (или обеспечивающих подсистем): законодательного, нормативного, организационного, кадрового, финансового, методического, информационного, технического, программного и др. Отдельные виды обеспечения (например, законодательное) задаются централизованно, однако наполняемость большинства обеспечивающих подсистем определяется руководством предприятия.

К *законодательному обеспечению* относятся правовые акты, регулирующие деятельность предприятия вообще и ее финансовую компо-

¹ Ведомости. 2002. 30 дек.

ненту, в частности. Сюда входят Конституция РФ, Гражданский и Налоговый кодексы, федеральные и местные законы, указы Президента РФ, постановления Правительства РФ. Так, ГК РФ и Федеральный закон «Об акционерных обществах» регламентируют отдельные финансовые решения в отношении собственного капитала, Налоговый кодекс РФ содержит ограничения на трактовку и признание доходов и расходов предприятия в контексте его взаимоотношения с государственным и местным бюджетами, Федеральный закон «О бухгалтерском учете» описывает принципы ведения учета и составления финансовой отчетности. Неисполнение указаний этих регулятивов может повлечь не только финансовые санкции, но и уголовную ответственность.

Нормативное обеспечение представляет собой совокупность регулятивов различных профессиональных организаций. Эти регулятивы являются рекомендательными, однако их необходимо знать и осознанно применять или не применять. Например, следование международным стандартам финансовой отчетности не является обязательным для предприятия, однако в отдельных случаях эти стандарты крайне необходимы (например, это имеет место при выходе компании со своими ценными бумагами на финансовые рынки, при поиске стратегических иностранных инвесторов, при установлении коммерческих связей с потенциальными зарубежными контрагентами и др.).

Организационное обеспечение подразумевает создание в фирме определенной структуры управления финансами, финансовых потоков, системы делегирования полномочий по принятию решений финансового характера, ответственности и т. п.

Кадровое обеспечение предполагает наличие персонала, профессионально занимающегося постановкой, выработкой, обоснованием и принятием решений финансового характера. Сюда входят мероприятия по повышению квалификации кадров (заметим, что этому аспекту функционирования системы финансового менеджмента в западных фирмах уделяется исключительно важное внимание) и кадровой политики в отношении профессионального и служебного продвижения.

Финансовое обеспечение подразумевает выделение определенной сметы расходов на функционирование финансовой службы и формирование системы финансовых рычагов, особенно в отношении ведущих топ-менеджеров.

Методическое обеспечение означает наличие определенных внутренних (т. е. нетиповых, разработанных в данной фирме) методик финансового анализа и планирования, составление финансовых разделов в системе бизнес-планирования, работу с покупателями и поставщиками, принятие решений в случае отклонения от стандартного режима в прохождении платежей и т. п. К этому виду обеспечения относятся и так называемые принципы финансового менеджмента, регулирую-

щие его процедурную сторону. Это системность, комплексность, регулярность, преемственность, объективность и др. Все эти принципы можно охарактеризовать понятием «технологическая культура в управлении финансами», смысл которого предопределяется тем обстоятельством, что любое решение финансового характера должно приниматься не спонтанно, а по определенной схеме, благодаря чему в известной степени удастся подстраховаться от возможных потерь и недоразумений, возникающих, в том числе, в силу небрежности, некомпетентности, отклонения от установленного порядка.

Несложно дать теоретико-экономическую интерпретацию перечисленных принципов. В частности, системность в финансовом менеджменте означает, что любая система управления финансами хозяйствующего субъекта должна рассматриваться, с одной стороны, как самостоятельная сложная система, а с другой стороны – как часть той или иной системы более высокого порядка. Например, при принятии решений в отношении мобилизации источников средств хозяйствующий субъект может и должен рассматриваться как один из элементов рынка капитала, как раз и представляющего собой сложную экономическую систему более высокого порядка.

Информационное обеспечение финансового менеджмента – один из наиболее важных видов обеспечения, поскольку никакое обоснованное решение не может быть принято без анализа некоторых релевантных данных. Ниже будет дана подробная характеристика этого вида обеспечения.

Техническое обеспечение включает технические средства, используемые финансовыми менеджерами, – компьютеры и оргтехника. Дело в том, что обоснование многих финансовых решений предполагает, во-первых, ведение и поддержание в актуальном состоянии информационной базы; во-вторых, обработку больших объемов данных; в-третьих, многовариантные расчеты, включая имитационное моделирование; в-четвертых, контроль за исполнением принятых решений. Очевидно, что с надлежащим качеством эти и другие функции могут быть реализованы лишь с помощью компьютера.

Программное обеспечение по сути дополняет техническое и включает специализированные пакеты финансового анализа и прогнозирования.

2.3. Фундаментальные концепции (принципы) финансового менеджмента

Финансовый менеджмент как наука базируется на фундаментальных концепциях, разработанных в рамках современной теории финансов и служащих методологической основой для понимания сути тенденций, имеющих на финансовых рынках, логики принятия реше-

ний финансового характера, обоснованности применения тех или иных методов количественного анализа. **Концепция** (от лат. *conceptio* – понимание, система) – это определенный способ понимания, трактовки каких-либо явлений, выражающий ключевую идею для их освещения.

К фундаментальным концепциям¹ финансового менеджмента можно отнести: (1) концепцию денежного потока; (2) временной ценности денежных ресурсов; (3) компромисса между риском и доходностью; (4) операционного и финансового рисков; (5) стоимости капитала; (6) эффективности рынка капитала; (7) асимметричности информации; (8) агентских отношений; (9) альтернативных затрат; (10) временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта; (11) имущественной и правовой обособленности субъекта хозяйствования.

Заметим, что некоторые из перечисленных базовых концепций носят теоретизированный характер. Тем не менее, поскольку все они играют исключительно важную роль в плане осознанного построения эффективной системы управления финансами фирмы, приведем краткую их характеристику.

Концепция денежного потока (Cash Flow Concept). Существуют различные модельные представления предприятия. Одна из распространенных моделей, составляющая суть денежного потока, – представление предприятия как совокупности чередующихся притоков и оттоков денежных средств. В основе концепции – логичная предпосылка о том, что с любой финансовой операцией может быть ассоциирован некоторый денежный поток, т. е. множество распределенных во времени выплат (оттоков) и поступлений (притоков), понимаемых в широком смысле. В качестве элемента денежного потока могут выступать денежные поступления, доход, расход, прибыль, платеж и др. В подавляющем большинстве случаев речь идет об ожидаемых денежных потоках. Именно для таких потоков разработаны формализованные методы и критерии, позволяющие принимать обоснованные решения финансового характера.

Концепция временной ценности (The Time Value of Money Concept) заключается в том, что денежная единица, имеющаяся сегодня, и денежная единица, ожидаемая к получению через какое-то вре-

¹ Заметим, что термин «фундаментальные концепции» является условным и потому не единственно возможным. Так, некоторые исследователи предпочитают пользоваться понятием «базовые принципы финансового менеджмента, формирующие его основания». На наш взгляд, подобный разницей в терминологии не является критическим, так как принципиально важно понимать суть формулируемых положений. Варьирует также и число этих концепций (принципов) (см.: [Keon, Martin, Petty, Scott, p. 11–19]).

мя, не равноценны, а именно «рубль завтра» по своей ценности всегда меньше «рубля сегодня». Это означает, что если некая операция обещает получение рубля в будущем, то с позиции сегодняшнего момента ценность такого рубля, возможно, равна лишь 70 коп. Подобная неравноценность определяется тремя основными причинами: инфляцией, риском неполучения ожидаемой суммы и оборачиваемостью. Суть действия этих причин очевидна. В силу инфляции происходит обесценивание денег, т. е. денежная единица, получаемая позднее, имеет меньшую покупательную способность. Поскольку в экономике практически не бывает безрисковых ситуаций, всегда существует ненулевая вероятность того, что по каким-либо причинам ожидаемая к получению сумма не будет получена. По сравнению с денежной суммой, которая, возможно, будет получена в будущем, та же самая сумма, имеющаяся в наличии в данный момент времени, может быть немедленно пущена в оборот и тем самым принесет дополнительный доход.

Концепция компромисса между риском и доходностью (Risk and Return Tradeoff Concept) состоит в том, что получение любого дохода в бизнесе чаще всего сопряжено с риском, причем связь между этими взаимосвязанными характеристиками прямо пропорциональная: чем выше обещаемая, требуемая или ожидаемая доходность (т. е. отдача на вложенный капитал), тем выше и степень риска, связанного с возможным неполучением этой доходности. Верно и обратное. Финансовые операции являются именно тем разделом экономических отношений, в котором особенно актуальна житейская мудрость: «Бесплатным бывает лишь сыр в мышеловке». Интерпретации этой мудрости могут быть различны; в частности, в данном случае плата измеряется определенной степенью риска и величиной возможной потери. Поэтому суть концепции можно выразить следующим тезисом: ключевым критерием при планировании подавляющего большинства потенциально обещающих доход финансовых операций является критерий субъективной оптимизации соотношения **{доходность (доход), риск}**.

Концепция операционного и финансового рисков (Operating Risk and Financial Risk Concept) предопределяется тем обстоятельством, что любой фирме всегда свойственны два основных типа риска – операционный (предпринимательский и производственный) и финансовый.

Операционный риск может пониматься в широком и в узком смыслах. В первом случае речь идет об отраслевых особенностях данного бизнеса, предопределяющих специфическую в среднем структуру активов. Так, завод по производству автомобилей существенно отличается по составу и структуре активов от предприятия, производящего рыбные консервы. Этот риск должен приниматься во внимание инвестором, вкладывающим свой капитал именно в данную отрасль,

а управление им означает расстановку приоритетов в отношении возможных объектов инвестирования. Безусловно, речь идет прежде всего о собственниках фирмы: выбрав объект инвестирования, т. е. вложив свой капитал именно в этот бизнес, инвестор рискует не окупить вложения. В этом смысл операционного риска в широком смысле; его еще можно назвать предпринимательским риском (Business Risk).

Во втором случае речь идет о повышении технического уровня как результате активной инновационной деятельности фирмы, предусматривающей освоение новых, зачастую ресурсоемких и потому рискованных технологий. Подобные действия всегда имеют своим результатом структурные сдвиги в активах фирмы, проявляющиеся в повышении доли внеоборотных активов. Уровень этого риска в той или иной степени регулируется высшим руководством фирмы, включая ее топ-менеджеров, определяющим политику в отношении ее материально-технической базы (активная сторона баланса, инвестиционный аспект). Приобретение новых дорогостоящих активов означает длительное омертвление денежных средств в материально-технической базе фирмы. Эти вложения надо постепенно окупать через выручку. Если по какой-либо причине дело не пойдет, вернуть средства можно будет лишь путем распродажи (вынужденной!) активов, что всегда чревато серьезными финансовыми потерями. Выбрав тот или иной вариант обновления долгосрочных активов или вариант приобретения активов в ходе реализации программы диверсификации деятельности фирмы, можно, грубо говоря, не угадать с инвестированием появившихся у фирмы свободных денежных средств. В этом смысл операционного риска в узком смысле (его еще можно назвать производственным риском).

В основе обоих представлений риска – и предпринимательского, и производственного – лежит отраслевая специфика бизнеса (в первом случае эта специфика рассматривается с позиции инвестора как поставщика финансовых ресурсов фирме, а во втором – с позиции руководителя фирмы, топ-менеджера). Именно поэтому их можно объединить в единую категорию – «операционный риск»¹.

Второй тип риска – *финансовый* – связан со структурой капитала и должен приниматься во внимание при принятии решений в отношении источников финансирования фирмы (пассивная сторона баланса, источниковый аспект). Дело в том, что любому бизнесу имманентно присуща специфическая черта – нехватка стратегических источников

¹ Не случайно в англоязычной литературе понятия «*operating risk*» и «*business risk*» рассматриваются как синонимы (см.: [Levy, Sarnat, p. 370–385]). Более того, в упомянутой работе Леви и Сарната приводится еще один синоним – «*economic risk*». Если говорить о распространенности этих терминов, то большая часть исследователей все же пользуется термином «*operating risk*».

финансирования. Всегда существует множество заманчивых направлений инвестирования, однако собственного капитала не хватает, а потому фирма как юридически самостоятельный участник рынка факторов производства периодически выступает в роли заемщика, пытающегося на приемлемых финансовых условиях привлечь капитал лендеров на долгосрочной основе. Сделать это возможно, но в этом случае фирма на долгий срок обременяет себя необходимостью обслуживать данный источник путем выплаты процентов. Платить надо всегда и регулярно, причем независимо от того, насколько успешно работает фирма, достаточно ли она получает средств от текущей деятельности для выплаты регулярного вознаграждения поставщикам финансовых ресурсов. В отличие от собственников фирмы, которые в случае необходимости могут, образно говоря, подождать с дивидендами, лендеры ждать не будут, а потому, если обязательства перед сторонними инвесторами не выполняются, последними может быть инициирована процедура банкротства с неизбежными в таком случае потерями для собственников и топ-менеджеров. В этом смысл финансового риска.

Концепция стоимости капитала (Cost of Capital Concept). Большинство финансовых операций предполагает наличие некоторого источника финансирования данной операции. Смысл рассматриваемой концепции заключается в том, что практически не существует бесплатных источников финансирования, причем мобилизация и обслуживание того или иного источника обходится компании не одинаково. Во-первых, каждый источник финансирования имеет свою стоимость в виде относительных расходов, которые компания вынуждена нести за пользование им; во-вторых, значения стоимости различных источников не являются независимыми. Эту характеристику необходимо учитывать, анализируя целесообразность принятия того или иного решения.

Концепция эффективности рынка (Capital Market Efficiency Concept). В условиях рыночной экономики большинство компаний в той или иной степени связано с рынками капитала, на которых можно найти дополнительные источники финансирования, получить некоторый спекулятивный доход, сформировать инвестиционный портфель для поддержания платежеспособности и др. Принятие решений и выбор поведения на рынке капитала, равно как и активность операций на нем тесно связаны с концепцией эффективности рынка, суть которой может быть выражена следующими ключевыми тезисами:

- Уровень насыщения рынка релевантной информацией является существенным фактором ценообразования на данном рынке.
- Рынки капитала как основные источники дополнительного финансирования фирмы в информационном плане не являются абсолютно эффективными. (Обращаем внимание читателя на специфику трактовки термина «эффективность»: в контексте финан-

совых рынков под эффективностью рынка понимается уровень его информационной насыщенности и доступности информации его участникам.)

В неоклассической теории финансов обсуждаемая концепция выражается путем формулирования и обоснования так называемых *гипотез эффективности рынка* (Efficient-market Hypothesis), утверждающих о теоретически возможном существовании трех форм эффективности рынка – слабой, умеренной и сильной.

В условиях *слабой* формы эффективности текущие цены на акции полностью отражают динамику цен предшествующих периодов. Это означает, что дополнительное изучение имеющейся ценовой статистики (а это суть так называемого технического анализа) не принесет дополнительного знания об объявленных на рынке ценах (т. е. понимания того, что те или иные финансовые активы являются либо недооцененными, либо переоцененными). Иными словами, подобное изучение не имеет ценности, и затраты на него не оправданны.

В условиях *умеренной* формы эффективности текущие цены отражают не только имевшиеся в прошлом изменения цен, но и всю равнодоступную участникам информацию. Это означает, что дополнительное изучение всей равнодоступной информации, включая ценовую статистику (а это суть так называемого фундаментального анализа), не принесет дополнительного знания об объявленных на рынке ценах. Подобное изучение не имеет ценности, и затраты на него не оправданны.

Сильная форма эффективности означает, что текущие цены отражают не только общедоступную информацию, но и сведения, доступ к которым ограничен (так называемую инсайдерскую информацию). Иными словами, в условиях рынка с сильной формой эффективности группы его участников не могут надеяться на то, что существует некая общедоступная и (или) инсайдерская информация, доступ к которой мог бы обеспечить им получение сверхприбыли от операций на рынке.

Наличие сильной формы эффективности практически недостижимо, да к этому и не стремятся, поскольку асимметрия в информационном обеспечении как раз и предопределяет само существование рынка. Каждый активный участник рынка предполагает, что именно он владеет информацией (статистической, оперативной, расчетно-аналитической и др.), недоступной другим, а потому и предпринимает действия по купле-продаже финансовых активов.

Обособление трех форм эффективности рынка капитала было предложено в 1967 г. исследователем из Чикагского университета Г. Робертсом (Harry Roberts) [Брейли, Майерс, с. 317]. Детальную проработку этой идеи позднее осуществил Ю. Фама.

Концепция асимметричной информации (Asymmetric Information Concept) тесно связана с только что рассмотренной концепцией эф-

фактивности рынка, а смысл ее в том, что отдельные категории лиц могут владеть информацией, недоступной всем участникам рынка в равной мере. С одной стороны, полной симметрии в информационном обеспечении участников рынка нельзя достичь в принципе, поскольку всегда существует так называемая *инсайдерская информация*. (Этим термином характеризуются сведения, недоступные широкой публике. Например, подобной информацией в отношении данной фирмы владеют ее топ-менеджеры; торговля инсайдерской информацией запрещена.) С другой стороны, именно данная концепция объясняет существование рынка, ибо каждый его участник надеется, что та информация, которой он располагает, возможно, неизвестна его конкурентам, а следовательно, он может принять эффективное решение.

Концепция агентских отношений (Agency Relations Concept) состоит в том, что по отношению к любой фирме всегда можно обособить группы лиц, заинтересованных в ее деятельности, но интересы которых, как правило, не совпадают, что приводит к конфликту интересов.

Как любая социально-экономическая система, фирма может рационально функционировать лишь в том случае, если это не противоречит интересам лица (лиц или соответствующего органа), имеющего право и возможность решать ее судьбу. На начальных стадиях развития экономики, когда фирмы были незначительными по размеру, все зависело от хозяина, т. е. собственника фирмы. По мере появления различных видов организационно-правовых форм бизнеса (особенно акционерной формы его организации) происходит передача властных функций по управлению бизнесом от собственников (акционеров) к наемным профессиональным управленцам (менеджерам), которые по сути управляют фирмой, причем не обязательно руководствуясь лишь интересами собственников. В известном смысле происходит автономизация фирмы по отношению к собственникам. Понятно, что этот процесс не может не сопровождаться определенными противоречиями между основными действующими лицами – собственниками и менеджерами (точнее, топ-менеджерами). В 30-х гг. XX в. исследования ученых стали концентрироваться на систематизации и объяснении причин и способов нивелирования подобных противоречий.

В 60-х гг. XX в. получил широкую известность подход Дж. Гэлбрейта (John Kenneth Galbraith, род. 1908), утверждавшего, что в новом индустриальном обществе господствует техноструктура корпорации¹. Иными словами, в управлении крупной фирмой правит бал не собственник и даже не топ-менеджер, а коллектив – техноструктура,

¹ Под *техноструктурой корпорации* понимается совокупность всех ее квалифицированных специалистов (ученых, инженеров, менеджеров, юристов, пиарщиков и др.), каждый из которых обладает некими уникальными знаниями или способностями, имеющими определенную значимость для функционирования фирмы (подробнее см.: [Гэлбрейт]).

которая монополизирует знания, информацию и технику принятия управленческих решений и тем самым фактически принижает роль собственников фирмы в стратегическом управленческом процессе, а высшему исполнительному органу – совету директоров – оставляет лишь чисто технические функции. Если вспомнить, что деятельность фирмы в той или иной степени находится под прямым или косвенным влиянием множества других заинтересованных лиц, а интересы всех этих лиц даже теоретически не могут совпадать, то становится очевидно, что оптимизация управления крупной фирмой требует учета множества факторов, имеющих не только материальную природу. Речь идет о факторе психологии и личной заинтересованности, которые, в контексте ведения бизнеса, обобщаются в рамках так называемой теории агентских отношений (Agency Theory)¹.

Напомним коротко, что в тех случаях, когда некоторое лицо (или группа лиц) нанимает другое лицо (или группу лиц) для выполнения некоторых работ и наделяет нанятых определенными полномочиями, с неизбежностью возникают так называемые агентские отношения, как и отношения, проявляющиеся в тех случаях, когда одно лицо (исполнитель) действует по поручению другого лица (поручителя). Концепция агентских отношений говорит о том, что в условиях рыночной экономики определенные противоречия между различными группами лиц, заинтересованных в деятельности фирмы, неизбежны, причем наиболее значимы противоречия между собственниками фирмы и ее топ-менеджерами. Причина этих противоречий – в присущем рыночной экономике разрыве между принадлежащей собственникам и являющейся ключевым элементом права собственности функцией распоряжения в отношении судьбы фирмы и стратегии ее развития, с одной стороны, и функцией текущего управления и контроля за состоянием и изменением имущества фирмы, с другой стороны. Суть указанных противоречий, причины их возникновения и способы их предотвращения и (или) нивелирования негативных последствий в той или иной степени объясняются в рамках агентской теории.

Итак, в основе теории – модель взаимоотношений **{принципал – агент}**. Принципал (например, собственники предприятия) поручает нанятому им за определенное вознаграждение агенту (управленческий персонал) действовать от его имени в интересах максимизации благосостояния принципала. В рамках агентской теории определяется понятие групп с потенциально возможными конфликтами, систематизируются их интересы, определяются варианты и рекомендации по нивелированию возможных противоречий. Агентская теория объясняет, почему в этом случае возникает конфликт интересов между принципа-

¹ Общие сведения о теории агентских отношений можно почерпнуть из работ [Ковалев, Либман; Либман].

лами и агентами, состоящий в том, что последние отклоняются от сформулированной задачи и руководствуются в своей работе прежде всего принципом приоритета собственных целей, заключающихся, в частности, в максимизации полезности для себя, а не для принципала. Среди основных причин – информационная асимметрия, принципиальная невозможность составления полного контракта и необходимость учета допустимых затрат на создание и поддержание системы контроля за действиями агентов.

Если конфликт интересов не носит критического характера, говорят о конгруэнтности целевых установок всех заинтересованных лиц. В хорошо организованной и структурированной компании, как правило, нет серьезных противоречий между целями, стоящими перед самой компанией, ее владельцами и управленческим персоналом. В рамках данной теории не только объясняются суть упомянутых противоречий и причины их возникновения, но и предлагаются способы их предотвращения и (или) нивелирования негативных последствий. Роль финансовых индикаторов и финансовых рычагов в решении агентской проблемы исключительно высока.

Один из способов контроля за конгруэнтностью – аудит. Аудиторской деятельностью занимаются независимые специализированные фирмы, осуществляющие на возмездной основе проверку достоверности отчетных данных и выражающие по этому поводу свое профессиональное суждение. Собственники, наняв аудиторов и опираясь на их мнение, могут с достаточной уверенностью судить о том, работает ли управленческий персонал фирмы с устраивающей их эффективностью.

Очевидно, что концепция агентских отношений имеет непосредственное касательство к финансовой стороне деятельности фирмы, поскольку система управления ею по определению не свободна от возможных противоречий, а для их преодоления собственники компании вынуждены нести так называемые агентские издержки (Agency Costs). Существование подобных издержек является объективным фактором, а их величина должна учитываться при принятии решений финансового характера.

Концепция альтернативных затрат (Opportunity Costs Concept), называемая также концепцией затрат упущенных возможностей, состоит в том, что принятие любого решения финансового характера в подавляющем большинстве случаев связано с отказом от какого-то альтернативного варианта, который мог бы принести определенный доход. Этот упущенный доход по возможности необходимо учитывать при принятии решений. Например, организация и поддержание любой системы контроля стоит определенных денег, т. е. налицо затраты, которых, в принципе, можно избежать; с другой стороны, отсутствие систематизированного контроля может привести к гораздо большим поте-

рям. Не случайно в крупных фирмах всегда предусматривается создание службы внутреннего аудита, которая затратна по определению, не приносит прямого дохода, однако минимизирует прямые и косвенные потери от некачественного исполнения различными подразделениями своих функций.

Концепция временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта (Going Concern Concept) означает, что компания, однажды возникнув, будет существовать вечно, у нее нет намерения внезапно свернуть работу, а потому ее инвесторы и кредиторы могут полагать, что обязательства фирмой будут исполняться. Неявно подразумевается, что речь идет о так называемых нормальных условиях функционирования фирмы, которые могут быть нарушены только форс-мажорными обстоятельствами.

Как и многие положения в экономике, непрерывность деятельности фирмы не следует понимать буквально, поскольку, как известно, все имеет свое начало и свой конец. Поэтому любая фирма когда-нибудь будет либо ликвидирована, либо трансформирована в другую. Кроме того, вовсе не исключено и создание фирм-однодневок. Однако в данном случае речь идет о другом – о массовости, типологичности, нормальности ведения бизнеса. Учреждая фирму, ее собственники надеются на долгосрочное эффективное функционирование.

Эта концепция служит основой стабильности и определенной предсказуемости динамики цен на рынке ценных бумаг, дает возможность использовать фундаменталистский подход для оценки финансовых активов и принцип исторических цен при составлении бухгалтерской отчетности, снизить транзакционные затраты и др.

Концепция имущественной и правовой обособленности субъекта хозяйствования (The Firm and Its Owners Separation Concept) состоит в том, что после своего создания хозяйствующий субъект представляет собой обособленный имущественно-правовой комплекс, т. е. его имущество и обязательства существуют обособленно от имущества и обязательств его собственников и других предприятий. Хозяйствующий субъект является суверенным по отношению к своим собственникам. Эта концепция, тесно связанная с концепцией агентских отношений, имеет исключительно важное значение для формирования у собственников и контрагентов предприятия реального представления в отношении, во-первых, правомочности своих требований к данному предприятию и, во-вторых, оценки его имущественного и финансового положения. В частности, одной из ключевых категорий во взаимоотношениях между предприятием, с одной стороны, и его кредиторами, инвесторами и собственниками, с другой стороны, является право собственности. Это право означает абсолютное господство собственника над вещью и выражается в совокупном наличии прав владения, поль-

зования и распоряжения данной вещью. В соответствии с данной концепцией любой актив, внесенный в качестве взноса в уставный капитал, поступает в собственность предприятия и, как правило, не может быть востребован собственником, например, в случае его выхода из состава учредителей (собственников).

Материалы для самостоятельной работы

Дайте определение следующим ключевым понятиям: концептуальные основы финансового менеджмента, интересы участников, фундаментальные концепции финансового менеджмента, финансовые процессы, финансовые механизмы, конгруэнтность целевых установок, эффективность рынка, гипотезы эффективности рынка, асимметричность информации, инсайдерская информация, теория агентских отношений, агент, принципал, альтернативные затраты.

Вопросы для обсуждения

1. С какими науками и почему связан прежде всего финансовый менеджмент? С какой или с какими из них эта связь имеет наиболее продолжительную историю и почему?
2. В чем проявляется взаимосвязь финансового менеджмента: с (а) неоклассической теорией финансов, (б) общей теорией менеджмента, (в) бухгалтерским учетом? Что заимствует финансовый менеджмент в научном и практическом аспекте из каждой из упомянутых наук?
3. В чем смысл общих функций управления? Каким образом они проявляются в контексте управления финансами?
4. Зачем нужно понимание логики структурирования разделов финансового менеджмента?
5. Охарактеризуйте суть подходов к структуризации разделов финансового менеджмента.
6. Попробуйте сформулировать особенности подходов к обобщению теории и практики управления финансами в контексте идей, декларируемых представителями англо-американской и немецкой финансовых школ.
7. Что понимается под предметом и методом финансового менеджмента как науки?
8. Поясните логику обособления базовых элементов предмета «Финансовый менеджмент».
9. В чем смысл формулирования концептуальных основ финансового менеджмента? Охарактеризуйте роль каждого элемента рассмотренной модели концептуальных основ.
10. Охарактеризуйте специфику интересов различных лиц, имеющих интерес к данному хозяйствующему субъекту. Всегда ли присуща гармония этим интересам? Каким образом преодолеваются противоречия между интересами различных групп? Попробуйте привести конкретные примеры.

11. Какой критерий успешности функционирования фирмы – рост капитализации или генерирование прибыли – представляется вам приоритетным и почему?
12. В чем смысл конгруэнтности целевых установок? Какими способами она достигается? Приведите примеры.
13. По каким направлениям следует обеспечивать согласование целевых установок фирмы?
14. В чем суть различных видов обеспечения финансового менеджмента?
15. Дайте характеристику фундаментальных концепций финансового менеджмента. Можно ли каким-либо образом (с позиции финансового менеджера) ранжировать эти концепции по степени важности? Если да, то предложите свой вариант и обоснуйте его.
16. Что понимается под эффективностью финансового рынка?
17. Охарактеризуйте суть гипотез слабой, умеренной и сильной форм эффективности рынка. Возможно ли на практике существование сильной формы эффективности? Ответ обоснуйте. Какова, на ваш взгляд, эффективность российского рынка ценных бумаг?
18. В чем смысл асимметричности информации? Приведите примеры. Можно ли достичь абсолютной информационной симметрии на рынке ценных бумаг?
19. Каким образом трактуется понятие инсайдерской информации в финансовом менеджменте? Приведите примеры с разных позиций.
20. Предположим, что на балансе АО находится здание. Можно ли сказать, что акционеры являются собственниками этого здания?
21. В гл. 2 конфликт интересов рассматривается на примере связки {собственники – менеджеры}. Приведите примеры других связей. Опишите конфликт интересов. Предложите способы его преодоления.

Глава 3

ФИНАНСОВЫЕ АКТИВЫ, ОБЯЗАТЕЛЬСТВА, ИНСТРУМЕНТЫ

После изучения этой главы вы сможете получить представление:

- о видах ценных бумаг;
- трактовках понятия «финансовый инструмент»;
- финансовых активах и обязательствах как основе конструирования финансового инструмента;
- роли финансовых инструментов в системе международных стандартов финансовой отчетности;
- классификации финансовых инструментов;
- видах первичных и производных финансовых инструментов;
- роли финансовых инструментов в суждении об инвестиционной привлекательности фирмы.

3.1. Ценные бумаги

В основе многих финансовых операций, в частности, связанных с мобилизацией источников финансирования и управлением инвестициями на финансовых рынках, лежат ценные бумаги; более того, большинство финансовых активов, обязательств и инструментов представляет собой ценные бумаги, торговля которыми осуществляется на фондовом и срочном рынках. Известны различные определения этой категории в международной практике. Согласно ст. 142 ГК РФ **ценная бумага** – это документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

К имеющим хождение на территории России ценным бумагам, непосредственно затрагивающим деятельность подавляющего большинства коммерческих организаций, относятся государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг (ст. 143 ГК РФ).

При передаче ценной бумаги к новому владельцу автоматически переходят все удостоверяемые ею права в совокупности, в том числе неимущественного характера, если таковые подразумеваются исходя из сущности данной ценной бумаги (например, право голоса, неотъемлемо связанное с обыкновенными акциями).

Ценные бумаги обладают рядом фундаментальных качеств, отличающих их от других видов документов, имеющих отношение к иму-

щественным правам. Это предъявляемость, обращаемость и рыночность, доступность для гражданского оборота, стандартность и серийность, регулируемость и признание государством, ликвидность, риск. Дадим краткую их характеристику (более подробное изложение данного вопроса можно найти в работе [Миркин, с. 66–69]).

Предъявляемость является одной из основных отличительных особенностей ценных бумаг от других объектов гражданских прав, поскольку по общему правилу при исполнении гражданско-правовой сделки не требуется предъявления документа, подтверждающего заключение данной сделки. Обращаемость означает способность ценной бумаги быть объектом купли-продажи на рынке, т. е. выступать специфическим видом товара. Доступность для гражданского оборота выражает способность ценной бумаги быть объектом других гражданских отношений, включая отношения займа, дарения, хранения, наследования и др.

Стандартность означает наличие некоторого типового набора реквизитов, их содержания, способов выпуска, обмена и т. п., что обеспечивает возможность ценной бумаге выступать в качестве товара на фондовом рынке; этому же способствует и серийность.

Отсутствие обязательных реквизитов ценной бумаги или ее несоответствие установленной форме влечет ее ничтожность, т. е. она не порождает удостоверенных ею прав и обязанностей.

Ценные бумаги как товар, обращающийся на рынке, объект инвестирования и способ привлечения капитала в полной мере являются таковыми лишь в том случае, если они признаются государством, которое задает и некоторые общие правила операций с ними. Отношение государства к тем или иным документам, претендующим на статус ценных бумаг, объясненное и зафиксированное в соответствующих нормативных документах, в значительной степени обеспечивает доверие публики к этим документам, стимулируя тем самым их оборачиваемость на рынке.

Свойство ликвидности также отражает рыночность ценной бумаги, означая, что при желании ее владелец может конвертировать ее в деньги. Потеря ликвидности обычно влечет прямые убытки для владельца ценной бумаги.

Последнее свойство – риск – означает, что любые операции с ценными бумагами не являются безрисковыми, т. е. ожидаемый доход не может быть predetermined.

В общей совокупности ценных бумаг особо важную роль играют эмиссионные ценные бумаги, к которым относятся акции и облигации. Именно с помощью этих инструментов компании привлекают финансовые ресурсы для становления и развития бизнеса. Под *эмиссионной ценной бумагой* (Security) понимается любая ценная бумага, в том чис-

ле бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками (ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»):

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законодательством формы и порядка;
- размещается выпусками;
- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

С позиции идентификации владельца выделяют: (а) именные эмиссионные ценные бумаги и (б) эмиссионные ценные бумаги на предъявителя. Эмиссия именных ценных бумаг подразумевает, что информация об их владельцах должна быть доступной эмитенту в форме реестра владельцев ценных бумаг, переход прав на которые и осуществление закрепленных ими прав требуют обязательной идентификации владельца. В случае эмиссии ценных бумаг на предъявителя переход прав от одного владельца к другому, а также осуществление закрепленных этими бумагами прав не требуют идентификации владельца.

Ценные бумаги могут эмитироваться в документарной и бездокументарной формах. В первом случае владелец бумаги устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или, в случае депонирования такового, на основании записи по счету депо; во втором случае – на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или, в случае депонирования ценных бумаг, на основании записи по счету депо. При этом сертификаты ценных бумаг данного выпуска помещаются на хранение в депозитарий или у реестродержателя, а права по ним отражаются в виде записи в учетном регистре депозитария или в регистрационном журнале реестродержателя¹. Форма выпуска ценных бумаг определяется проспектом эмиссии и (или) учредительными документами эмитента и не должна противоречить действующему законодательству.

Приведем краткую характеристику отдельных видов ценных бумаг.

Государственные ценные бумаги (Government Bonds). Ценные бумаги, эмитированные государством, считаются наиболее надежными, поскольку они обеспечены по сути всем имуществом государства.

¹ *Сертификат ценной бумаги* – документ, выпускаемый эмитентом и являющийся свидетельством владения поименованного в нем лица определенным числом указанных ценных бумаг. Во многих странах сертификаты являются ценными бумагами и обращаются на рынке.

Основная причина выпуска этих ценных бумаг – желание неинфляционного покрытия дефицита национального бюджета. Первым опытом подобного рода, который признается специалистами не очень успешным, был выпуск облигаций государственного республиканского внутреннего займа РСФСР. Облигации были выпущены в обращение 10 августа 1992 г. сроком на 30 лет с погашением с 01.07.2006 по 01.06.2021 ежегодными тиражами. Это купонные облигации номиналом 100 тыс. руб. (неденоминированных) с выплатой Центральным банком России годовых процентов 1 июля в размере 15% номинальной стоимости. Установлены так называемые особые недели в октябре или апреле, в зависимости от разряда облигаций, в течение которых владелец облигаций может продать их Центральному банку по заранее объявленной цене, составляющей приблизительно 50% номинала. Эмитированы также государственные краткосрочные обязательства (ГКО), государственные долгосрочные обязательства (ГДО), казначейские обязательства (КО) и облигации внутреннего валютного займа.

Рынок ГДО до настоящего времени остается самым незначительным по объему сделок сегментом рынка государственных ценных бумаг, не оказывающим существенного влияния на финансовый рынок в целом. В качестве примера можно упомянуть о находящихся в обращении долгосрочных облигациях, выпущенных Министерством финансов РФ в 1991 г. сроком на 30 лет.

Корпоративные облигации (Corporate Bonds). В централизованно планируемой экономике предприятия при определенных условиях могли привлекать дополнительные средства в виде долгосрочных ссуд банка. В реальной рыночной экономике наиболее распространенной формой привлечения заемных средств на долгосрочной основе является облигационный заем, выпускаемый акционерным обществом на срок не менее одного года.

Согласно российскому законодательству АО вправе размещать облигации и иные ценные бумаги, предусмотренные соответствующими правовыми актами. Облигация должна иметь номинал, при этом суммарная номинальная стоимость выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер уставного капитала общества либо величину обеспечения, предоставленного ему третьими лицами для цели эмиссии облигационного займа. Выпуск облигаций допускается лишь после полной оплаты уставного капитала общества. Облигации хозяйствующих субъектов могут быть именными и на предъявителя, с выплатой ежегодных процентов и без выплаты, с одновременным сроком погашения и погашением сериями, обеспеченные залогом определенного имущества общества (или третьих лиц) и без обеспечения (облигации без обеспечения могут эмитироваться лишь начиная с 3-го года существования АО).

Согласно ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» облигация представляет собой эмиссионную ценную бумагу, закрепляющую право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и (или) дисконт.

Облигация является одним из немногих видов ценных бумаг, существовавших в годы советской власти. Она относится к классу долговых ценных бумаг, куда также входят депозитные и сберегательные сертификаты банков, ГКО, краткосрочные банковские векселя, казначейские векселя и ноты, векселя, акцептованные банком, долговые сертификаты и др. и является наиболее распространенной формой долговых обязательств. Долговые ценные бумаги представляют собой обязательства, размещенные эмитентами на фондовом рынке, для заимствования денежных средств, необходимых для текущих и перспективных целей.

В наиболее типовой ситуации облигация является ценной бумагой, удостоверяющей, как правило, внесение ее владельцем денежных средств на сумму, указанную в облигации и подтверждающую обязательство возместить ему номинальную стоимость этой ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с уплатой фиксированного процента, если иное не предусмотрено условиями выпуска. Облигации выпускаются именные или на предъявителя (купонные), процентные или беспроцентные (целевые под товар или услуги), свободно обращающиеся или с ограниченным кругом обращения. Принадлежность именной облигации конкретному владельцу, а также ее передача или отчуждение другим способом подлежат регистрации. Обычно эти функции выполняет уполномоченный агент эмитента, чаще всего – коммерческий банк. Владельцы именных облигаций получают сертификат – документ, свидетельствующий о праве лица на обладание указанными в нем долговыми обязательствами. Специальный учет облигаций на предъявителя не ведется.

В зависимости от эмитента, выпускающего облигации и гарантирующего (как правило) своим имуществом уплату их владельцам номинала и оговоренных процентов, облигации подразделяются на государственные, муниципальные и юридических лиц (АО, коммерческий банк и др.); облигации первых двух типов выпускаются только на предъявителя, последнего – могут эмитироваться как именные, так и на предъявителя.

Бланк облигации содержит следующие основные реквизиты: наименование ценной бумаги – «облигация», наименование эмитента,

вид облигации, номинальная цена, дата выпуска, имя держателя (для именных облигаций), срок погашения, уровень и условия выплаты процента (для процентных облигаций), товар или услуга, под которые выпущена облигация (для беспроцентных облигаций), подпись уполномоченного лица.

В отличие от акций облигации хозяйствующих субъектов не дают их владельцам права на участие в управлении АО, но тем не менее являются привлекательным средством вложения временно свободных средств. Это обуславливается несколькими обстоятельствами. Во-первых, в отличие от акций облигации приносят гарантированный доход. Во-вторых, облигации принадлежат к группе легко реализуемых активов и при необходимости легко превращаются в наличные денежные средства. В-третьих, выплата процентов по облигациям акционерного общества проводится в первоочередном порядке, т. е. до начисления дивидендов по акциям; в случае ликвидации общества держатели облигаций также имеют преимущественное право перед акционерами. В-четвертых, инвестирование средств в государственные облигации дает определенные налоговые льготы (доход по этим ценным бумагам не облагается налогом, налог на операции с государственными облигациями взимается в уменьшенном размере, облигации можно использовать в качестве залога при получении кредита и др.).

Доход по процентным облигациям выплачивается путем оплаты купонов к облигациям. Выплата может осуществляться периодически либо одновременно при погашении займа путем начисления процентов к номинальной стоимости. Купон – часть облигационного сертификата, которая при отделении от сертификата дает владельцу право на получение процента (дохода), размер и дата получения которого обозначены на купоне. По облигациям целевых займов проценты не выплачиваются, а ее владелец получает право на приобретение соответствующих товаров или услуг, под которые выпущены займы.

В целях уменьшения влияния инфляционных процессов на цену облигации могут выпускаться **конвертируемые облигации** (Convertible Bonds), дающие их владельцам право обменять их на обыкновенные акции того же эмитента на условиях конверсионной привилегии. В числе основных характеристик такой облигации является обязательное указание даты, начиная с которой возможен перевод облигации в акцию и размер переводной премии. Последняя выражается в процентах от текущей цены акции и представляет собой сумму переплаты за право конвертации облигации в акцию. Доходность акции и размер переводной премии связаны прямо пропорциональной зависимостью.

Для инвестора привлекательность конвертируемых ценных бумаг заключается в сочетании гарантированного дохода и возврата нарица-

тельной стоимости в момент погашения с возможностью выигрыша от прироста курсовой цены ценной бумаги. Для эмитента выпуск конвертируемых ценных бумаг служит средством размещения дополнительных обыкновенных акций по цене, превышающей текущую рыночную стоимость.

Пример

Акционерное общество выпустило в 1998 г. 8%-ные конвертируемые облигации номиналом 500 руб. со сроком погашения в 2008 г. Начиная с 2001 г. облигация может обмениваться на 4 обыкновенные акции номиналом 100 руб. В этом случае коэффициент конверсии составляет 4, а обмен облигации на акции становится выгодным в том случае, если рыночная цена акции превысит 125 руб. (500: 4). В рассмотрении должна также приниматься прогнозируемая величина дивидендов по акциям.

Условие конверсии представляет собой дополнительный аргумент, повышающий привлекательность облигационного займа для потенциальных инвесторов; что касается интересов самого АО и его владельцев, то в определенной степени эти интересы могут защищаться в виде оговорки в условиях эмиссии о возможности досрочного погашения облигаций по желанию эмитента (такое же право может быть предоставлено и владельцам облигаций). При этом должны быть оговорены все условия этой операции, включая стоимость погашения и срок, не ранее которого облигации могут быть предъявлены к погашению.

Вексель (Promissory Note) – это ордерная ценная бумага, удостоверяющая ничем не обусловленное обязательство векселедателя (простой вексель) либо иного указанного в векселе плательщика (переводный вексель) выплатить по наступлении предусмотренного векселем срока обозначенную в нем денежную сумму владельцу векселя (векселедержателю). Как долговое денежное обязательство, вексель имеет ряд особенностей, наиболее существенные из которых следующие:

- абстрактность: вексель юридически не привязан к конкретному договору, т. е. возникнув как результат определенной сделки, вексель от нее обособляется и существует как самостоятельный документ;
- бесспорность: векселедержатель свободен от возражений, которые могут быть выдвинуты другими участниками вексельного договора либо по отношению к ним;
- право протеста: в случае если должник не оплачивает вексель, векселедержатель может совершить протест, т. е. на следующий день после истечения даты платежа официально удостоверить факт отказа от оплаты в нотариальной конторе по месту нахождения плательщика;

- солидарная ответственность: при своевременном совершении протеста векселедержатель имеет право предъявить иск ко всем лицам, связанным с обращением этого векселя, и к каждому из них в отдельности, не будучи принужденным при этом соблюдать последовательность, в которой они обязались.

Векселя бывают по предъявлению (срок платежа не указан, платеж совершается в момент предъявления векселя) и срочные (с указанием либо точной даты платежа, либо периода от момента составления векселя, по истечении которого он должен быть оплачен, либо периода от момента предъявления векселя, в течение которого он должен быть оплачен).

Различают векселя простые и переводные. В операции с *простым векселем* участвуют два лица: векселедатель, обязанный уплатить по векселю, и векселедержатель, имеющий право на получение платежа. *Переводный вексель* (тратта) выписывается и подписывается кредитором (трассантом) и представляет собой приказ должнику (трассату) об уплате в указанный срок обозначенной в векселе суммы третьему лицу – первому держателю (ремитенту). Переводные векселя получили большее распространение на практике. Переводный вексель может быть передан одним держателем другому посредством специальной передаточной надписи – *индоссамент*, выполненной индоссантом на оборотной стороне векселя или (при нехватке места для передаточных записей) на дополнительном листе – аллонже. Посредством индоссаментов вексель может циркулировать среди неограниченного круга лиц, превращаясь в средство погашения долговых требований.

Чтобы приказ трассанта имел силу, трассат должен подтвердить свое согласие провести платеж в указанный в векселе срок. Такое согласие называется акцептом, оформляется надписью на лицевой стороне векселя («акцептован», «обязуюсь заплатить» и т. п.) и сопровождается подписью трассата. Наиболее ликвидными являются векселя, снабженные гарантией крупных банков в виде специальной надписи на векселе – *авалья*. Аваль может оформляться либо на лицевой стороне векселя, либо на дополнительном листе, либо в виде отдельного документа. Лицо, совершившее аваль, несет вместе с должником солидарную ответственность за оплату векселя.

Перечень реквизитов, которые должен содержать вексель, строго регламентирован законодательством; общее их число – 7 для простого и 8 для переводного векселя, причем отсутствие любого из них делает вексель недействительным. Эти реквизиты следующие:

- наименование «вексель», включенное в текст документа и выраженное на том языке, на котором этот документ составлен;
- простое и ничем не обусловленное обязательство в простом и предложении в переводном векселе уплатить определенную сумму;

- указание срока платежа;
- указание места, в котором должен быть совершен платеж;
- наименование того, кому или по приказу кого должен быть совершен платеж;
- указание даты и места составления векселя;
- подпись лица, выдавшего вексель (векселедателя);
- наименование того, кто должен заплатить по векселю, – трассата (этот реквизит только для переводного векселя).

Различают казначейские, банковские и коммерческие векселя. Казначейский вексель выпускается государством и представляет собой краткосрочное обязательство государства со сроком погашения 3, 6 или 12 мес. Банковский вексель выпускается банком или объединением банков (эмиссионный синдикат). Доход владельца банковского векселя рассчитывается как разница между ценой погашения, равной номиналу, и ценой продажи, осуществляемой на условиях дисконта. Коммерческий вексель применяется для кредитования торговых операций. В сделке, как правило, используется переводной вексель, а в роли remitenta выступает банк. Процедура обращения трассанта в банк-ремитент с акцептованным векселем с целью получения взамен него денег называется учетом векселя. Сумма кредита, выдаваемая в этом случае банком трассанту, меньше суммы, указанной в векселе; эта разница и составляет доход банка.

Наиболее популярными являются банковские векселя. Основными причинами этого являются:

- доходность: в зависимости от срока, суммы, валюты и надежности банка доходность его векселя может существенно варьировать¹;
- надежность: в частности, практически абсолютной надежностью обладают векселя, эмитируемые группами крупных банков, несущих по ним солидарную ответственность;
- ликвидность: практически все банки-эмитенты предусматривают возможность досрочного погашения. Кроме того, векселя могут использоваться в качестве платежа путем составления передаточной надписи на векселе;
- залоговая ценность: вексель можно использовать как сберегательное средство и в качестве залога. Некоторые биржи прини-

¹ В зависимости от состояния экономики разброс в показателях доходности может быть весьма существенным. Так, для контрастности приведем данные о доходности банковских векселей со сроком обращения 12 мес. в 1994 г., когда процентные ставки ощутимо варьировали из-за инфляции. Доходность составляла: у банка «Российский кредит» – 250%, у «Ялосбанка» – 413% годовых. Интересно отметить, что первый банк на этот момент занимал 8-е место из 100 крупнейших российских банков, второй не входил в эту сотню.

мают банковские векселя в качестве вноса, гарантирующего исполнение фьючерсных контрактов.

По мере развития рыночной экономики в нашей стране роль векселя как одного из наиболее действенных инструментов при осуществлении коммерческих и финансовых операций будет неуклонно возрастать. Об этом свидетельствует как текущий опыт экономически развитых стран, так и история становления и развития вексельного обращения, насчитывающая уже более 400 лет. Подробную характеристику этого относительно нового для постсоветской России финансового инструмента, в том числе особенности вексельного обращения в исторической ретроспективе, можно найти в специальной литературе (см.: [Пятов, 1997]).

Чек (Check) представляет собой ценную бумагу, содержащую ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной в нем суммы чекодержателю (ст. 877 ГК РФ). Организация расчетных операций с помощью чеков предполагает взаимодействие как минимум трех сторон: чекодателя, т. е. лица, выписавшего чек; чекодержателя, т. е. лица, принявшего чек в оплату за предоставленные товары, работы или услуги; плательщика по чеку, т. е. банка, в котором открыт счет чекодателя. При достижении определенного уровня развития рынка ценных бумаг в данной операции могут принимать участие также клиринговая палата и банк чекодержателя. Чек служит важнейшим средством платежа, в котором выражена односторонняя обязанность чекодателя оплатить чек, если плательщик отказался от оплаты. При расчете чеками владелец счета – чекодатель – дает безусловное письменное распоряжение банку, выдавшему расчетные чеки, провести платеж указанной суммы чекодержателю или по его приказу. Обязанность оплатить чек определяется договором между чекодателем и банком-плательщиком. Чек является формальным документом, поэтому в нем должны присутствовать обязательные реквизиты: (1) наименование – «чек»; (2) поручение плательщику выплатить определенную денежную сумму; (3) наименование плательщика и указание счета, с которого осуществляется платеж; (4) указание валюты платежа; (5) указание даты и места составления чека; (6) подпись чекодателя (ст. 878 ГК РФ).

Чек, выписанный юридическим лицом, скрепляется его печатью. Как средство платежа, чек во многом сходен с переводным векселем, однако между ними есть существенные различия. Чек не требует акцепта и выписывается исключительно на банк; кроме того, оплата по векселю должна быть осуществлена в сроки, указанные в нем, а сроки оплаты суммы по чеку регулируются в законодательном порядке. Оплата чека осуществляется по его предъявлении соответствующему плательщику; при этом чек подлежит оплате в течение 10 дней, если он

был выписан на территории России; в течение 20 дней – при его выписке на территории стран СНГ; в течение 70 дней, если он выписан на территории любого другого государства.

Сберегательный (депозитный) сертификат – это ценная бумага, представляющая собой письменное свидетельство банка-эмитента о вкладе денежных средств, удостоверяющее право вкладчика (держателя сертификата, бенефициара) или его правопреемника на получение по истечении установленного срока суммы вклада (депозита) и обусловленных в сертификате процентов в банке, выдавшем сертификат (ст. 844 ГК РФ). Существуют следующие виды сертификатов: именные и на предъявителя; до востребования и срочные (срок обращения по срочным сертификатам ограничен, как правило, одним годом), серийные и выпущенные в разовом порядке.

Сберегательный сертификат (Savings Certificate) может быть выдан только гражданину Российской Федерации или иного государства, использующего рубль в качестве официальной денежной единицы. *Депозитный сертификат* (Certificate of Deposit) может быть выдан только организации, являющейся юридическим лицом, зарегистрированной на территории Российской Федерации или на территории иного государства, использующего рубль в качестве официальной денежной единицы. Сертификат не подлежит вывозу на территорию государства, не использующего рубль в качестве официальной денежной единицы.

Сертификаты должны быть срочными. Срок обращения по депозитным сертификатам (с даты выдачи сертификата до даты, когда владелец сертификата получает право востребования депозита или вклада по сертификату) ограничивается одним годом. Срок обращения сберегательных сертификатов ограничивается тремя годами.

Согласно регулятивам Центрального банка РФ сертификат должен содержать ряд обязательных реквизитов: (а) наименование – «депозитный (или сберегательный) сертификат»; (б) указание на причину выдачи сертификата (внесение депозита или сберегательного вклада); (в) дату внесения депозита или сберегательного вклада; (г) размер депозита или сберегательного вклада, оформленного сертификатом (прописью и цифрами); (д) безусловное обязательство банка вернуть сумму, внесенную в депозит или на вклад; (е) дату востребования бенефициаром суммы по сертификату; (ж) ставку процента за пользование депозитом или вкладом; (з) сумму причитающихся процентов; (и) наименование и адрес банка-эмитента и – для именного сертификата – бенефициара; (к) подписи двух лиц, уполномоченных банком на подписание такого рода обязательств, скрепленные печатью банка.

Отсутствие в тексте бланка сертификата какого-либо из обязательных реквизитов делает этот сертификат недействительным. Кредит-

ная организация, выпускающая сертификат, может включить иные дополнительные условия и реквизиты, которые не противоречат законодательству Российской Федерации и регулятивам Центрального банка РФ.

Сертификат не может служить расчетным или платежным средством за проданные товары или оказанные услуги.

Коносамент (Bill of Lading) представляет собой товарораспорядительный документ, с помощью которого оформляется морская транспортная перевозка грузов. Перечень обязательных реквизитов и условия составления этого документа определены в Кодексе торгового мореплавания. Коносамент выдается перевозчиком отправителю после приема груза и удостоверяет факт заключения договора между ними. Как ценная бумага, коносамент может быть именованным (указано наименование конкретного получателя груза), ордерным (груз выдается по приказу отправителя, получателя или банка), на предъявителя (грузополучателем может быть любое лицо, предъявившее этот документ).

Акция (Share, Stock) представляет собой долевою ценную бумагу, подтверждающую право ее владельца участвовать в управлении обществом (за исключением привилегированных акций), в распределении прибыли общества и в получении доли имущества, пропорциональной его вкладу в уставный капитал, в случае ликвидации данного общества. Акции выпускаются только негосударственными предприятиями и организациями и, в отличие от облигаций и других долговых ценных бумаг, не имеют установленных сроков обращения. Покупка акций сопровождается для инвестора приобретением ряда имущественных и иных прав: (а) права голоса, т. е. права на участие в управлении компанией (как правило) посредством голосования на собраниях акционеров при выборе его исполнительных органов, принятии стратегических направлений деятельности компании, решении вопросов, касающихся имущественных интересов акционеров (в частности, ликвидации или продажи части имущества, эмиссии ценных бумаг и др.); (б) права на участие в распределении прибыли, а следовательно, на получение пропорциональной части прибыли в форме дивидендов; (в) права на соответствующую долю в акционерном капитале компании и остатка активов при ее ликвидации; (г) права на ограниченную ответственность, согласно которому акционеры отвечают по внешним обязательствам компании лишь в пределах рыночной стоимости принадлежащих им акций; (д) права продажи или уступки акции ее владельцем какому-либо другому лицу; (е) права на получение информации о деятельности компании, главным образом той, которая представлена в публикуемом годовом отчете.

Номинал акции может быть различным. В большинстве стран компании предпочитают выпускать акции небольшой номинальной стои-

мости. Это вызвано двумя обстоятельствами. Во-первых, акция, имеющая меньшую нарицательную стоимость, как правило, отличается большей ликвидностью. Во-вторых, многие фондовые биржи в качестве обязательного требования к компаниям, желающим получить биржевую котировку своих ценных бумаг, выдвигают требование достаточной обширности рынка данных бумаг, подразумевая под этим возможность свободной покупки акций многими инвесторами. Так, рынок акций номиналом 10 руб. на общую сумму 1 млн руб. более обширен и доступен, чем рынок акций, выпущенных на ту же сумму, но номиналом 10 тыс. руб. Не случайно в финансовых кругах довольно широко распространено мнение о существовании некоего оптимального диапазона цен акций; в частности, многие специалисты полагают, что коридор варьирования цен для акций, котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE), может быть рекомендован в границах 20–80 долл. [Бригхем, Гапенски, т. 1, с. 476].

Различают следующие основные виды акций: именные и на предъявителя, обыкновенные (простые) и привилегированные, распространяемые по открытой или закрытой подписке.

Именные акции записываются в специальном журнале регистрации, который ведется в АО. В нем содержатся данные о каждой именной акции, времени ее приобретения, количестве таких акций у отдельных акционеров. Движение именных акций подлежит обязательной регистрации. Кроме того, передача акции другому владельцу требует нотариального оформления. Что касается акций на предъявителя, то в журнале регистрации фиксируется лишь общее их количество.

Обыкновенная акция (Common Share, Common Stock) дает право на получение плавающего дохода, т. е. дохода, зависящего от результатов деятельности общества, а также право на участие в управлении (одна акция – один голос). Распределение чистой прибыли среди держателей обыкновенных акций осуществляется после выплаты дивидендов по привилегированным акциям и пополнения резервов, предусмотренных учредительными документами и решением собрания акционеров. Иными словами, выплата дивидендов по обыкновенным акциям ничем не гарантирована и зависит исключительно от результатов текущей деятельности и решения собрания акционеров.

Привилегированная акция (Preferred Share, Preferred Stock) – это акция, дающая ее владельцу преимущественное (в сравнении с владельцами обыкновенных акций) право на получение дивидендов, чаще всего в форме фиксированного процента и независимо от финансового состояния фирмы, а также на получение доли в остатке активов при ликвидации общества. Чаще всего привилегированные акции не дают их владельцам права голоса, однако если по окончании года фирма не в состоянии выплатить дивиденды по этим акциям, они накапливают-

ся кумулятивным образом, а владельцы акций могут получать на время дополнительные права в отношении управления фирмой. Этими обстоятельствами обуславливается тот факт, что привилегированные акции рассматриваются как менее рискованные инвестиции, поэтому требуемая по ним доходность, как правило, меньше доходности обыкновенных акций.

Подчеркнем, что термин «привилегированность» характеризует лишь отношения между владельцами обыкновенных и привилегированных акций; требования лендеров и кредиторов всегда имеют приоритет перед требованиями акционеров любого типа.

В мировой практике известны разные виды привилегированных акций: кумулятивные, с плавающей ставкой дивиденда, подлежащие выкупу в предусмотренное время, конвертируемые и др.

Кумулятивность начисления и выплаты дивидендов означает, что в случае если прибыли текущего года недостаточно для выплаты дивидендов по привилегированным акциям, невыплаченная сумма аккумулируется и подлежит выплате в последующие годы в первоочередном порядке по отношению к выплате текущих дивидендов владельцам обыкновенных акций.

Плавающая ставка может означать, например, возможность повышения суммы процентов, выплачиваемых по привилегированным акциям, до размера дивидендов по обыкновенным акциям, если величина последних установлена на более высоком уровне.

В отношении привилегированных акций, подлежащих выкупу, компания берет на себя обязательство перед их владельцами выкупить их в определенное время. Период выкупа может растягиваться на несколько лет. Все детали процесса выкупа акций (начало скупки, продолжительность периода скупки, цена, доля акций, подлежащих скупке каждый год, и др.) определяются в условиях выпуска акций данного типа.

Привилегированные акции могут выпускаться в виде конвертируемых акций, т. е. с опционом конверсии в обыкновенные акции того же эмитента в определенных условиях и пропорции. Ставка дивиденда по конвертируемому привилегированному акциям обычно ниже ставки по неконвертируемому привилегированному акциям, поскольку владелец конвертируемой акции имеет дополнительную привилегию обменять ее на обыкновенные акции и получить дополнительный доход в случае, если рыночная цена обыкновенных акций в силу складывающейся конъюнктуры рынка растет.

Условия конверсии акций определяются заданием либо коэффициента конверсии (конверсионного соотношения), либо конверсионной цены. Коэффициент конверсии характеризует количество обыкновенных акций, на которое может быть обменена одна привилегиро-

ванная акция. Конверсионная цена рассчитывается делением номинальной цены привилегированной акции на коэффициент конверсии и представляет собой по сути цену, по которой акционер может приобрести одну обыкновенную акцию в результате конверсии. Конверсионную цену, таким образом, уже можно сравнивать с рыночной ценой обыкновенной акции, определяя целесообразность конверсии. Конверсионная цена обычно превышает рыночную цену обыкновенной акции, с тем чтобы избежать преждевременной конвертируемости акций.

Привилегированные акции могут выпускаться как с номиналом, так и без номинала. В последнем случае акция должна иметь цену отзыва, по которой она будет учтена в уставном капитале в балансе. Практика эмиссии подобных акций имеет место в ряде экономически развитых стран.

В начале 1990-х гг. для проведения процесса приватизации в России были предусмотрены и некоторые специальные типы привилегированных акций: тип А, тип Б, золотая акция. Акции типа А и Б применялись в процессе приватизации государственных предприятий и реализовывались по закрытой подписке. Закрытая подписка – это продажа или передача акций работникам приватизируемого предприятия или лицам, приравненным к ним в соответствии с законодательством о приватизации на льготных условиях (безвозмездная передача, продажа по цене ниже номинала, продажа в рассрочку и др.). Акции типа Б выпускались в счет доли уставного капитала, держателем которого являлся фонд имущества, который был исключительным держателем этих акций. В момент продажи фондом имущества таких акций в процессе приватизации они автоматически конвертировались в обыкновенные акции в соотношении 1 : 1. Золотые акции выпускались в процессе приватизации некоторых видов предприятий (оптовой книжной торговли, культуры, сферы химического комплекса, имевших объекты с токсичными веществами, и др.) с целью недопущения их перепрофилирования и давали ее владельцу на срок до 3 лет право вето при принятии собранием акционеров решений о внесении изменений и дополнений в устав АО, его реорганизации и ликвидации, продаже и отчуждении иными способами его имущества, передаче в залог или аренду и др. Передача золотой акции в залог или траст не допускалась, а ее отчуждение до истечения срока действия было возможно лишь с разрешения органа, принявшего решение о ее выпуске при учреждении акционерного общества. При продаже и отчуждении золотая акция конвертировалась в обыкновенную акцию, а особые права, предоставленные ее владельцу, прекращались.

В процессе приватизации выпускались также акции трудового коллектива и акции предприятия. Первые распространялись исключительно среди работников данного предприятия, вторые – среди юри-

дических лиц. Эти акции не давали держателям права на участие в управлении предприятием, не меняли правового положения и формы собственности предприятия, выпустившего их, и по существу являлись лишь средством мобилизации дополнительных финансовых ресурсов.

С позиции эмитента выпуск привилегированных акций имеет свои достоинства и недостатки.

В числе достоинств следующие. Во-первых, по сравнению с облигациями, выплата любых дивидендов не является обязательной, поэтому задержка с выплатой дивидендов по акциям, в том числе привилегированным, не может повлечь процедуру банкротства. (Имеется в виду, что условиями эмиссии могут предусматриваться различные варианты выплаты дивидендов по привилегированным акциям: регулярный фиксированный дивиденд, кумулятивное накопление дивидендов в случае недостатка источников средств по истечении очередного периода, отсутствие условия о выплате фиксированного дивиденда; в этом случае владельцы привилегированных акций имеют право на получение дивидендов наравне с владельцами обыкновенных акций, что в принципе не исключает ситуацию, когда дивидендов может не быть вовсе для всех категорий собственников.) Во-вторых, поскольку владельцы привилегированных акций, как правило, не имеют права голоса, эмитируя такие акции, компания избегает так называемого разводнения капитала, т. е. уменьшения долей каждого из существующих собственников, обладающих правом голоса.

Что касается недостатков, то выплаты процентов по привилегированным акциям чаще всего носят обязательный характер, т. е. являются постоянными финансовыми расходами, что, как известно, повышает финансовый риск, ассоциируемый с данной компанией. Кроме того, постоянство дивидендов может сопровождаться и прямыми потерями; в частности, в случае нестабильности процентных ставок на рынке заемных средств. Отчасти именно этими негативными моментами объясняется ограничение на долю привилегированных акций в общем объеме собственных средств компании; так, согласно ст. 102 ГК РФ эта доля не должна превышать 25% уставного капитала АО.

Привилегированные акции нередко трактуются как гибридные ценные бумаги, поскольку они одновременно обладают свойствами обыкновенных акций и облигаций. Последнее означает не только постоянство дивидендов, но и возможность постепенного погашения выпуска, для чего обычно в условиях эмиссии предусматривается создание фонда погашения. Иными словами, в отличие от обыкновенных, привилегированные акции, как правило, имеют ограниченный срок жизни. Так, в США до конца 1970-х гг. фактически все привилегированные акции были бессрочными; в последующие годы имело место

обратное: в подавляющем большинстве случаев новые выпуски привилегированных акций сопровождались положением о досрочном их выкупе, предусматривающем, например, ежегодное погашение 2–5% общего числа акций в обращении. Причин тому было несколько; главная из них – колеблемость процентных ставок по заемным средствам [Бригхем, Гапенски, т. 2, с. 104].

Оплата акций может осуществляться деньгами, ценными бумагами, другими материальными активами или имущественными и иными правами, имеющими стоимостную оценку. Форма оплаты, а также ограничения в отношении видов неденежных активов, принимаемых в оплату акций, устанавливаются в учредительных документах. Стоимостная оценка имущества, вносимого в оплату акций, проводится по соглашению учредителей.

Бланк акции содержит следующие реквизиты: фирменное название АО, наименование ценной бумаги – «акция», серия и порядковый номер, дата выпуска, вид акции и ее номинальная стоимость, имя держателя (для именной акции), размер уставного капитала на день выпуска акции, количество выпускаемых акций, срок выплаты дивидендов, подпись уполномоченного лица.

Акции могут и не выдаваться их владельцам на руки. В этом случае каждый акционер получает сертификат акций, который представляет собой ценную бумагу, удостоверяющую факт владения поименованным в нем лицом определенным числом акций общества. В сертификате указывается его номер, количество акций, номинальная цена, наименование и статус эмитента, категория акций, наименование (имя) владельца, ставка дивиденда (по привилегированным акциям), подписи, печать. Передача сертификата от одного лица к другому означает совершение сделки и переход права собственности на акции только в случае регистрации операции в установленном порядке. Первичная выдача сертификата осуществляется бесплатно.

Поскольку акции являются наиболее распространенным видом ценных бумаг, в обороте крупнейших фондовых бирж мира их доля составляет, как правило, не менее 30% (на российских биржах значение этого показателя существенно ниже).

Приватизационные чеки (ваучеры) были специфическим видом предъявительских ценных бумаг, использовавшихся на начальном этапе приватизации в России (так называемая чековая приватизация). Их назначение – бесплатная передача гражданам имущества, акций и долей объектов приватизации. Порядок выдачи и обращения этих ценных бумаг регулировался Положением о приватизационных чеках.

Помимо признанных и регулируемых государством ценных бумаг, на рынке периодически появляются нетиповые финансовые инструменты, которые в прессе, а также их эмитентами и распространителя-

ми именуются ценными бумагами. Они обладают некоторыми чертами ценных бумаг, но по сути не являются ими. Это **суррогаты** ценных бумаг. Такие бумаги, как правило, распространяются отдельными коммерческими банками и специально созданными компаниями, занимающимися финансовыми, кредитными и коммерческими операциями и нередко не имеющими соответствующих лицензий. Риск приобретения подобных ценных бумаг в некоторых случаях может быть довольно высоким. В качестве примера можно привести распространявшиеся в 1993–1994 гг. билеты МММ, свидетельства о депонировании акций концернов «ОЛБИ-Дипломат», AVVA и других печально известных в России финансовых пирамид. Основные причины выпуска подобных суррогатов – банальное мошенничество, желание некоторых «новых русских» обойти несовершенное законодательство, стремление избежать расходов, обусловленных установленными государством нормативами (затраты на лицензирование, отчисления в фонд обязательных резервов в Центральный банк РФ и т. п.).

Суррогатные ценные бумаги являются практически неизбежным и обыденным элементом рынка ценных бумаг, находящегося в стадии становления. В большинстве случаев они представляют собой весьма рисковый объект инвестирования с неясными перспективами в отношении доходности, ликвидности, полноты и достоверности сопутствующей информации. Подобные активы были и на западных рынках; упомянем о так называемых *мусорных*, или *бросовых*, облигациях (Junk Bonds), т. е. высокорисковых облигациях с высоким уровнем обещаемой доходности. Мусорные облигации выпускаются либо государствами с сомнительной платежеспособностью, либо фирмами с плохой финансовой репутацией (подробнее см.: [Бригхем, Гапенски, т. 2, с. 63–65]).

Одним из важнейших условий функционирования рынка капитала является информация о ценных бумагах. Различают следующие виды информации:

- статистическая (курсовая стоимость, объем сделок, размер дивидендов, доходность и др.);
- аналитическая (аналитические обзоры и оценки, рекомендации инвесторам, судебные прецеденты и т. п.);
- нормативная (законодательные и нормативные акты, регулирующие выпуск и обращение ценных бумаг).

Основными показателями, характеризующими ценные бумаги, являются курс, дивиденды (для акций) и проценты (для других ценных бумаг), доходность, объем эмиссии, объем сделок, характеристики сделок (прежде всего опционы), срочность (для ценных бумаг со сроком погашения). Некоторые из перечисленных показателей могут приводиться в различных разрезах. Так, курсы ценных бумаг отражаются це-

лой серией показателей: курс на момент открытия и закрытия биржи (open and close prices), нижнее и верхнее значения курса в течение дня (low and high prices), курс, предлагаемый продавцом и покупателем (ask and bid prices), и др. Помимо этих показателей, может публиковаться и другая информация финансового характера: отраслевая принадлежность компании, котирующей ценные бумаги, даты последней котировки и последней сделки, номера ценных бумаг и т. п.

3.2. Финансовые инструменты: сущность, виды, классификация

В инвестиционной деятельности, особенно на рынке ценных бумаг, в число ключевых входит понятие финансового инструмента. Это одна из новых и весьма неоднозначно трактуемых экономических категорий, пришедших к нам с Запада с началом распространения элементов рыночной экономики. Сейчас эта категория не только активно используется в отечественной монографической литературе, но и упоминается в ряде нормативных документов. В частности, это относится к Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (с изменениями). Кроме того, отдельные виды новомодных финансовых инструментов начинают применяться и на отечественных финансовых рынках. Существуют разные подходы к трактовке понятия «финансовый инструмент». Изначально было распространено упрощенное определение, согласно которому выделялись три основные категории финансовых инструментов: (1) денежные средства (средства в кассе и на расчетном счете, валюта); (2) кредитные инструменты (облигации, кредиты, депозиты); (3) способы участия в уставном капитале (акции и паи).

По мере развития рынков капитала и появления новых видов финансовых активов, обязательств и операций с ними (форвардные контракты, фьючерсы, опционы, свопы и др.) терминология все более уточнялась; в частности, появилась необходимость отграничения собственно инструментов от тех предметов, с которыми этими инструментами манипулируют или которые лежат в основе того или иного инструмента, т. е. от финансовых активов и обязательств. Более того, в области финансов сформировалось новое направление, получившее название финансового инжиниринга (financial engineering), в рамках которого дается систематизированное описание традиционных и новых финансовых инструментов. Согласно определению одного из ведущих специалистов в этой области, Дж. Финнерти (John Finnerty), «финансовый инжиниринг включает проектирование, разработку и приложение инновационных финансовых инструментов и процес-

сов, а также творческий поиск новых подходов к решению проблем в области финансов» (см.: [Маршалл, Бансал, с. 33]).

Что касается собственно понятия «финансовый инженер», то оно появилось в среде финансистов-практиков в середине 1980-х гг., когда лондонские банкиры начали создавать в своих банках отделы по управлению рисками. Именно специалисты этих служб, которые изобретали в рамках действующего законодательства специальные операции с финансовыми активами, позволявшие минимизировать или передать риск, и стали называться финансовыми инженерами. Позднее финансовые инструменты стали разрабатываться в целях получения прибыли от спекулятивных операций на срочных рынках, а также содействия операциям на рынках капитала, т. е. операциям по мобилизации источников финансирования.

С финансовыми инструментами в той или иной степени приходится сталкиваться бухгалтерам, финансовым аналитикам, аудиторам, финансовым менеджерам, финансовым инженерам и др. Тем не менее общепризнанно, что ведущая роль в этой области принадлежит именно финансовым инженерам, которые, в отличие от всех других специалистов, выступают не только и не столько в роли пользователей изобретений, сделанных в рамках финансового инжиниринга, сколько в роли разработчиков новых инструментов или конструирования с помощью имеющихся инструментов таких их комбинаций, которые позволяют чисто финансовыми методами решать проблемы финансирования, повышения ликвидности, получения дополнительных доходов, снижения риска и др.

Несмотря на обилие монографической литературы по финансовым инструментам (имеются в виду прежде всего зарубежные источники), наиболее систематизированно соответствующая терминология изложена в международных стандартах финансовой отчетности (МСФО)¹. Более того, в этих регулятивах не только приведены общие определения и даны развернутые интерпретации, но рассмотрены примеры неоднозначно трактуемых финансовых инструментов, активов и обязательств. Рассматриваемой категории посвящены два стандарта – «Финансовые инструменты: раскрытие и представление» (МСФО 32) и «Финансовые инструменты: признание и оценка» (МСФО 39) [Международные стандарты ..., 1999]. Согласно МСФО 32 под **финансовым инструментом** понимается любой договор, в результате которого одновременно возникают финансовый актив у одной компании и финансовое обязательство или долевого инструмент – у другой.

Основополагающим в определении финансового инструмента является понятие договора. В соответствии со ст. 420 ГК РФ **договором**

¹ Об МСФО см. в разд. 9.6.

признается соглашение двух или нескольких лиц об установлении, изменении или прекращении гражданских прав и обязанностей. Заключение договора предполагает принятие на себя его сторонами определенных обязательств. Обязательство – это некоторое отношение между участвующими сторонами. Согласно п. 1 ст. 307 ГК РФ в силу обязательства одно лицо (должник) обязано совершить в пользу другого лица (кредитора) определенное действие, как-то: передать имущество, выполнить работу, уплатить деньги и т. п. либо воздержаться от определенного действия, а кредитор имеет право требовать от должника исполнения его обязанности.

Обязательства возникают по одному из трех оснований: закон, договор, деликт. В первом случае обязательство возникает как необходимость следования предписаниям законодательства (например, обязанность уплачивать налоги). При этом волеизъявление лица, на которого законом возлагается обязательство, не принимается во внимание (фирма обязана платить налоги независимо от желания ее собственников и администрации). Во втором случае главенствующим является волеизъявление сторон, участвующих в договоре. При этом никто не вправе принудить любую из этих сторон к участию в договоре. В третьем случае обязательство возникает вследствие причиненного вреда (гл. 59 ГК РФ).

В бизнес-отношениях могут иметь место все перечисленные основания, однако доминанта безусловно принадлежит именно договору.

В определении финансового инструмента речь идет лишь о тех договорах, в результате которых происходит изменение в финансовых активах, обязательствах или капитале. Эти категории имеют не гражданско-правовую, а экономическую природу, а их трактовки можно найти, например, в упомянутых международных стандартах финансовой отчетности.

К **финансовым активам** относятся: (а) денежные средства (т. е. средства в кассе, расчетные, валютные и специальные счета); (б) договорное право требования денежных средств или другого финансового актива от другой компании (например, дебиторская задолженность); (в) договорное право на обмен финансовых инструментов с другой компанией на потенциально выгодных условиях (например, опцион на акции, приведенный в балансе его держателя); (г) долевой инструмент другой компании (т. е. акции, паи).

Под **финансовым обязательством** понимается любая обязанность по договору – предоставить денежные средства или иной финансовый актив другой компании (например, кредиторская задолженность); обменять финансовые инструменты с другой компанией на потенциально невыгодных условиях (например, опцион на акции, приведенный в балансе его эмитента).

Под **долевым инструментом** понимается способ участия в капитале (уставном фонде) хозяйствующего субъекта. Помимо долевого инструмента, в инвестиционном процессе исключительно важную роль играют долговые финансовые инструменты (кредиты, займы, облигации), имеющие специфические имущественно-правовые последствия для эмитентов (кредиторов) и держателей (заемщиков).

Потенциальная выгода (невыгода), упоминаемая в определении финансовых активов и обязательств, означает следующее. Опцион на акции предусматривает возможность различных действий со стороны эмитента и держателя опциона в зависимости от складывающейся конъюнктуры рынка. Эмитент опциона на акции берет на себя *обязательство* продать держателю опциона определенное количество акций в оговоренное время и по оговоренной цене. В свою очередь держатель опциона имеет *право* купить эти акции. Таким образом, в зависимости от того, как соотносятся текущая рыночная цена акций и цена исполнения (т. е. цена, указанная в опционе), действия и финансовые последствия для эмитента и держателя опциона могут быть различными. Если цена исполнения ниже текущей рыночной цены, держателю опциона выгодно реализовать свое право, т. е. исполнить опцион и купить акции; если соотношение цен обратное, то опцион не будет исполнен. Именно первая ситуация, т. е. потенциальная возможность получить доход, является стимулом для приобретения опциона. Что касается интереса эмитента, то он заключается, в частности, в привлечении средств от продажи опционов. Здесь имеет место потенциальная выгода для держателя опциона (он получит доход в виде разницы между текущей ценой и ценой исполнения) и потенциальная невыгода для эмитента, который несет прямые или косвенные потери от неблагоприятной ценовой динамики.

Как следует из приведенного определения, можно выделить две видовые характеристики, позволяющие квалифицировать ту или иную операцию, имеющую отношение к финансовому инструменту: во-первых, в основе операции должны лежать финансовые активы и обязательства; во-вторых, операция должна иметь форму договора (контракта). В частности, производственные запасы, материальные и нематериальные активы, расходы будущих периодов, полученные авансы и т. п. не подпадают под определение финансовых активов, а потому, хотя владение ими потенциально может привести к притоку денежных средств, права получить в будущем некие финансовые активы не возникает. Что касается второй характеристики, то, например, взаимоотношения с государством по поводу задолженности по налогам не могут рассматриваться как финансовый инструмент, поскольку эти взаимоотношения не носят контрактного характера.

Прежде чем дать классификацию финансовых инструментов, заметим, что приведенное выше определение инструмента через понятие договора может трактоваться весьма широко. Это легко видеть на примере одного из самых распространенных в экономике договоров – договора купли-продажи. Согласно ст. 454 ГК РФ по договору купли-продажи одна сторона (продавец) обязуется передать вещь (товар) в собственность другой стороне (покупателю), а покупатель обязуется принять этот товар и уплатить за него определенную денежную сумму (цену). Основная обязанность продавца по договору купли-продажи – передача товара, при этом все условия такой передачи (место, время, количество, сопутствующие документы и действия, порядок расчетов, последствия в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения договора и др.) могут быть детализированы в договоре. Известны три базовых варианта оплаты товара: предоплата, оплата за наличные и оплата с рассрочкой платежа.

В случае предоплаты у продавца одновременно возникают финансовый актив (полученные авансом денежные средства) и обязательство по расчетам с покупателями и заказчиками, а у покупателя – финансовый актив в виде дебиторской задолженности. Однако в этом случае договор купли-продажи нельзя трактовать как финансовый инструмент, поскольку он предусматривает поставку товара, т. е. нефинансового актива. Кроме того, здесь нет и финансового обязательства, а есть обязательство поставить товар; просто оно выражено в денежной форме для того, чтобы быть включенным в систему бухгалтерского учета. В случае оплаты за наличные по сути происходит просто трансформация активов в балансах покупателя и продавца; вновь нет признаков финансового инструмента.

Сложнее дело обстоит в третьем случае. Товар уже поставлен, и в балансах покупателя и продавца возникают соответственно кредиторская задолженность (т. е. финансовое обязательство) и дебиторская задолженность (т. е. финансовый актив). С формальных позиций, договор купли-продажи в этом случае подпадает под определение финансового договора: в результате его исполнения у двух контрагентов одновременно возникли финансовый актив и финансовое обязательство. Однако здесь вряд ли можно говорить о финансовом инструменте, поскольку финансовые актив и обязательство появились на завершающем этапе реализации договора купли-продажи, лишь как результат особой формы его исполнения и принятой системы расчетов.

Ничего не меняется и в том случае, когда в качестве товара выступают финансовые активы, например ценные бумаги. Здесь также не происходит одновременного возникновения финансового актива у одного контрагента и финансового обязательства у другого; имеет место банальная трансформация активов в балансах контрагентов.

Заметим, что приведенные аргументы не являются абсолютно бесспорными. Тем не менее в приводимой ниже классификации акцент сделан на операции именно с финансовыми активами. Имея в виду, что финансовые инструменты по определению суть договоры, можно сделать следующую их классификацию (рис. 3.1 и 3.2).

Как видно из приведенной схемы, финансовые инструменты подразделяются на первичные и производные (иногда их называют вторичными или деривативами). Приведем краткую их характеристику.

3.3. Первичные финансовые инструменты

К первичным относятся финансовые инструменты, с определенностью предусматривающие покупку-продажу или поставку-получение некоторого финансового актива, в результате чего возникают взаимные финансовые требования. Денежные потоки, формирующиеся в результате надлежащего исполнения этих договоров, predetermined. В качестве такого актива могут выступать денежные средства, ценные бумаги, дебиторская задолженность и др. Один из возможных вариантов классификации первичных финансовых инструментов приведен на рис. 3.1.

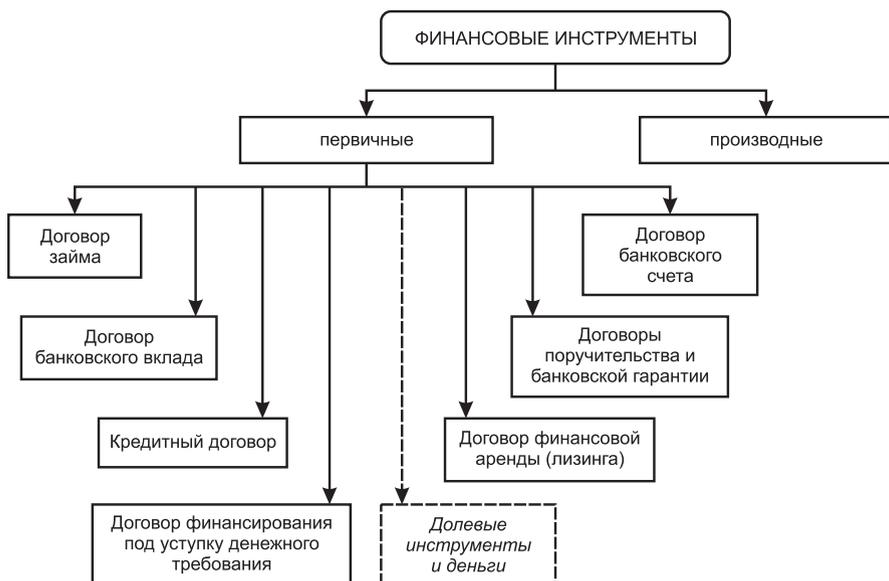


Рис. 3.1. Фрагмент классификации финансовых инструментов: первичные инструменты

Договор займа. Согласно ст. 807 ГК РФ по договору займа одна сторона (займодавец) передает в собственность другой стороне (заем-

щику) деньги или другие вещи, определенные родовыми признаками, а заемщик обязуется возвратить займодавцу такую же сумму денег (сумму займа) или равное количество других полученных им вещей того же рода и качества. В качестве займодавца могут выступать любые физические и юридические лица, причем когда займодавцем выступает юридическое лицо, договор должен быть заключен в письменной форме независимо от суммы займа. Договор займа считается заключенным с момента передачи денег или других вещей. В договоре должны быть определены финансовые обязанности сторон, включая санкции за нарушение условий договора. В соответствии с соглашением сторон заемщик может выдавать вексель, удостоверяющий ничем не обусловленное обязательство векселедателя (простой вексель) либо иного указанного в векселе плательщика (переводной вексель) выплатить по наступлении предусмотренного векселем срока полученные займы денежные суммы (ст. 815 ГК РФ).

Договор займа может быть заключен путем выпуска и продажи облигаций (ст. 816 ГК РФ). Облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный срок: (а) ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента и (б) фиксированного в облигации процента от номинала или другие имущественные права. Таким образом, в любом случае при реализации договора займа у займодавца возникает финансовый актив как право требования суммы займа с причитающимися процентами, а у заемщика – финансовое обязательство как обязанность предоставить заемщику соответствующую сумму согласно условиям договора.

Кредитный договор представляет собой особый случай договора займа, когда кредитором выступает банк или иная кредитная организация. Особенности кредитного договора: (а) договор всегда заключается в письменной форме; в противном случае он считается ничтожным; (б) предметом договора могут быть только деньги; (в) обязательным элементом договора является условие о процентах за пользование телом кредита.

Договор банковского вклада. Согласно ст. 834 ГК РФ по договору банковского вклада (депозита) одна сторона (банк), принявшая поступившую от другой стороны (вкладчика) или поступившую для нее денежную сумму (вклад), обязуется возвратить сумму вклада и выплатить проценты на нее на условиях и в порядке, предусмотренных договором. Подобный договор является разновидностью договора займа, в котором в роли займодавца выступает вкладчик, а заемщика – банк. Для привлечения денежных средств во вклады банк должен отвечать определенным требованиям: иметь лицензию Центрального банка России, осуществлять банковскую деятельность в течение не менее

двух лет, иметь резервные фонды в размере, предусмотренном законодательством, и др. Договор по банковскому вкладу всегда оформляется в письменном виде (в противном случае договор ничтожен), а его существенным условием является обязанность банка платить вкладчику проценты. Договор банковского вклада не допускает осуществления расчетных операций за товары (работы, услуги). По окончании срока договора сумма вклада возвращается юридическому лицу в безналичном порядке или (в предусмотренных законодательством случаях) наличными деньгами. Письменным доказательством заключения договора банковского вклада может быть: для физического лица – сберегательная книжка или сберегательный сертификат, для юридического лица – депозитный сертификат.

Договор банковского счета. Согласно ст. 845 ГК РФ по договору банковского счета банк обязуется принимать и зачислять поступающие на счет, открытый клиенту (владельцу счета), денежные средства, выполнять распоряжения клиента о перечислении и выдаче соответствующих сумм со счета и проведении других операций по счету. В приведенном определении описаны две группы отношений между банком и клиентом: зачисление денег на счет и выполнение поручений клиента о производстве платежей со счета. Оформление договора об открытии банковского счета в документарной форме не является обязательным. Достаточно заявления клиента с разрешительной надписью руководителя банка (перечень прилагаемых к заявлению документов утверждён централизованно).

Договор финансирования под уступку денежного требования (факторинг). По договору факторинга одна сторона (финансовый агент) передает или обязуется передать другой стороне (клиенту) денежные средства в счет денежного требования клиента (кредитора) к третьему лицу (должнику), вытекающего из предоставления клиентом товаров, выполнения им работ или оказания услуг третьему лицу, а клиент уступает или обязуется уступить финансовому агенту это денежное требование (ст. 824 ГК РФ). Речь идет о продаже дебиторской задолженности, при этом в сделке участвуют (прямо или косвенно) три стороны: (1) финансовый агент – организация, покупающая дебиторскую задолженность; (2) клиент, или кредитор, – организация, продающая долг; (3) должник – организация, обязанная погасить продаваемое право требования. Предметом договора может быть как денежное требование, срок платежа по которому уже наступил (существующее требование), так и право на получение денежных средств, которое возникнет в будущем (будущее требование). В мировой практике встречаются два вида факторинга: конвенционный (или открытый) и конфиденциальный (контрагенты клиента не осведомлены о передаче счетов финансовому агенту).

Договор финансовой аренды (лизинга)¹. Согласно ст. 665 ГК РФ по договору лизинга арендодатель обязуется приобрести в собственность указанное арендатором имущество у определенного им продавца и предоставить арендатору это имущество за плату во временное владение и пользование. Договор должен быть заключен в письменном виде. К особенностям этой формы арендных отношений относятся следующие:

- в аренду сдается имущество, специально приобретенное по заказу арендатора;
- объект лизинговой сделки передается продавцом лизингополучателю непосредственно (если иное не предусмотрено договором);
- несмотря на то что собственником объекта лизинговой сделки остается лизингодатель, риск случайной гибели или случайной порчи арендованного имущества несет лизингополучатель (если иное не предусмотрено договором);
- договор финансовой аренды связывает как минимум трех лиц (продавца имущества, лизингодателя и лизингополучателя) и потому представляет собой по сути комбинацию как минимум двух взаимосвязанных договоров – договора купли-продажи (участники: лизингодатель и продавец имущества) и договора аренды (участники: лизингодатель и лизингополучатель);
- лизингополучатель наделяется возможностью предъявления требований о качестве и комплектности имущества, составляющего предмет лизингового договора, непосредственно продавцу.

В отечественной практике балансодержатель лизингового имущества определяется договором. Что касается международной практики (в частности, международных стандартов финансовой отчетности), то принято это имущество ставить на баланс арендатора. Таким образом, в результате сделки у лизингодателя появляется финансовый актив в виде долгосрочного финансового вложения, а у лизингополучателя – финансовое обязательство по выплате лизинговых платежей. Поскольку лизинговые договоры носят практически нерасторжимый характер (расторжение договора в принципе возможно, однако сопряжено с исключительно высокими финансовыми потерями), то исполнение договора всегда сопровождается денежным потоком, суммарно покрывающим затраты на приобретение имущества лизингодателем. Несмотря на то что в основе лизингового договора лежит операция по приобретению некоторого актива и передаче его клиенту, договор представляет собой по сути операцию кредитования: клиент приобретает имущество за счет средств лизинговой компании. И по формальным признакам, и по существу этот договор вполне может быть квалифицирован как финансовый инструмент.

¹ Подробно о лизинговых операциях см.: [Ковалев Вит.].

Договоры поручительства и банковской гарантии. Общим для всех охарактеризованных выше договоров являлось то, что в результате их исполнения происходит изменение непосредственно в активах и обязательствах контрагентов. Однако существуют и другие договоры, заключение которых формально не приводит к немедленному изменению состава статей баланса, но которые потенциально несут в себе возможность такого изменения. Речь идет о договорах поручительства и банковской гарантии.

По договору поручительства поручитель обязывается перед кредитором другого лица отвечать за исполнение последним его обязательства полностью или частично (ст. 361 ГК РФ). Договор должен быть заключен обязательно в письменной форме (несоблюдение этого требования означает недействительность договора, т. е. отсутствие обязательств поручителя) и может касаться обеспечения как фактических обязательств, так и обязательств, которые возникнут в будущем. В силу банковской гарантии банк, иное кредитное учреждение или страховая организация (гарант) дают по просьбе другого лица (принципала) письменное обязательство уплатить кредитору принципала (бенефициару), в соответствии с условиями даваемого гарантом обязательства, денежную сумму по представлении бенефициаром письменного требования о ее уплате (ст. 368 ГК РФ).

Поскольку при заключении договоров поручительства и банковской гарантии не происходит немедленного изменения в активах и обязательствах участвующих в договоре сторон, суммы поручительства (гарантии) не включаются в систему двойной записи, а учитываются на забалансовых счетах. Если у кредитора этот финансовый актив (правда, в отношении должника) уже присутствовал в балансе, то у поручителя (гаранта) соответствующее финансовое обязательство является условным и отражается за балансом.

Таким образом, формально эти договоры не подпадают под определение финансового инструмента, однако по существу они таковыми являются, поскольку при неисполнении должником своих обязательств у поручителя (гаранта) немедленно возникает финансовое обязательство погасить долг, а у кредитора – финансовый актив как требование к поручителю (гаранту). Выданные поручительства и гарантии учитываются при формировании суждения о финансовой устойчивости поручителя (гаранта).

Долевые инструменты и деньги. Как уже упоминалось, если в ранних классификациях долевые инструменты и деньги квалифицировались как финансовые инструменты, то в настоящее время их относят к финансовым активам. Причина – в неоднозначности трактовки этих категорий. С одной стороны, мы имеем дело с договорами: (а) в случае долевого инструмента (например, акции) – это договор между держателем акции и ее эмитентом; (б) в случае денег – имеем договор между

собственником денежных знаков и государством. С другой стороны, дело осложняется тем, что в обоих случаях у эмитента (фирмы или государства) не возникает финансового обязательства в том смысле, как это было определено выше. Формально между сторонами, участвующими в договоре, возникают следующие отношения: акционер получает право на соответствующую долю в текущих прибылях и чистых активах эмитента (в случае ликвидации фирмы), право голоса и др., а собственник денежных знаков – право на часть государственного имущества.

3.4. Производные финансовые инструменты

К производным относятся финансовые инструменты, предусматривающие возможность покупки-продажи *права* на приобретение-поставку базисного актива или получение-выплату дохода, связанного с изменением некоторой характеристики этого актива. Таким образом, в отличие от первичного финансового инструмента, дериватив не подразумевает predetermined операции непосредственно с базисным активом. Эта операция лишь возможна, причем она будет иметь место только при стечении определенных обстоятельств. С помощью деривативов продаются не собственно активы, а права на операции с ними или получение соответствующего дохода. Один из возможных вариантов классификации производных финансовых инструментов приведен на рис. 3.2.

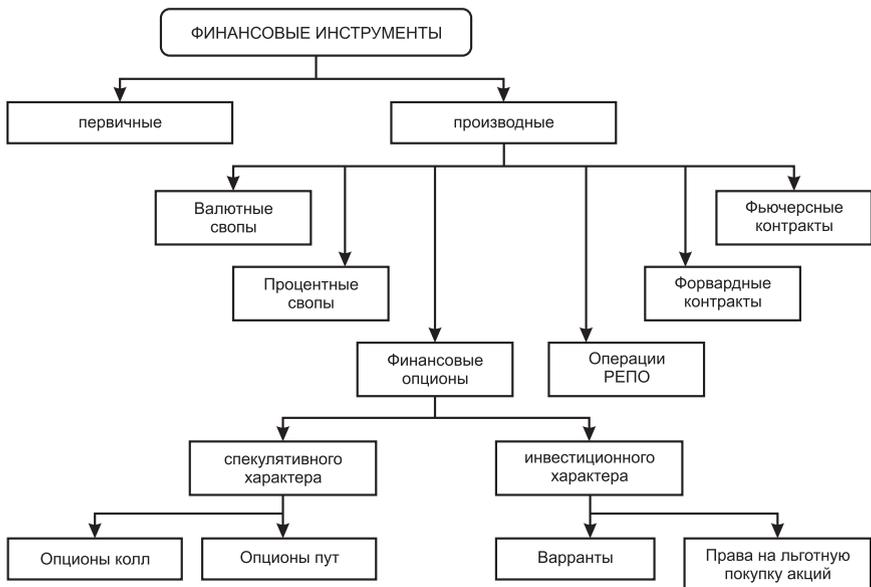


Рис. 3.2. Фрагмент классификации финансовых инструментов: производные инструменты

Производный финансовый инструмент имеет два основных признака производности. Во-первых, в основе подобного инструмента всегда лежит некий базисный актив – товар, акция, облигация, вексель, валюта, фондовый индекс и др. Во-вторых, его цена чаще всего определяется на основе цены базисного актива. Поскольку базисный актив – это некоторый рыночный товар или характеристика рынка, цена производного финансового инструмента постоянно варьирует. Именно последним предопределяется то обстоятельство, что эти инструменты могут выступать в роли самостоятельных объектов рыночных отношений, т. е. служить объектами купли-продажи. Иными словами, любой дериватив всегда несет в себе несколько потенциальных возможностей, как раз и предопределяющих его привлекательность с позиции как эмитента, так и любого участника рынка. В основе многих финансовых инструментов лежат ценные бумаги.

3.4.1. Спекулирование и хеджирование

Появление современных финансовых инструментов (деривативов) было обусловлено, главным образом, хеджерскими и спекулятивными устремлениями участников рынка. Напомним, что **спекулирование** (Speculation) представляет собой вложение средств в высокорисковые финансовые активы, когда высок риск потери, но вместе с тем существует устраивающая инвестора вероятность получения сверхдоходности. Как правило, операции спекулятивного характера являются краткосрочными, а риск возможной потери минимизируют с помощью хеджирования. Как известно, в бизнесе практически не существует безрисковых операций. В качестве иллюстрации – несложный пример.

Пример

Кредитор предоставил ссуду под обеспечение в виде собственного дома заемщика. На первый взгляд, эта операция является безрисковой, поскольку в случае отказа или невозможности должника вернуть ссуду долг будет погашен в судебном порядке путем продажи дома заемщика. На самом деле риск сохраняется, поскольку в результате стихийного бедствия или пожара заемщик может лишиться своей собственности и стать неплатежеспособным.

Приведенное утверждение тем более справедливо в отношении операций спекулятивного характера, исходы которых не являются предопределенными. Поэтому естественным образом возникла необходимость разработки вариантов и способов поведения на рынках, каким-либо образом учитывающих риск. В принципе, любая схема управления финансами, позволяющая исключить или минимизиро-

вать степень риска, может быть названа хеджированием¹. В более строгом смысле под **хеджированием** понимают операцию купли-продажи специальных финансовых инструментов, с помощью которой полностью или частично компенсируют потери от изменения стоимости хеджируемого объекта (актива, обязательства, сделки) или олицетворяемого с ним денежного потока. По мере развития финансовых инструментов выяснилось, что их можно с успехом использовать не только на срочных рынках, но и на рынках капитала, а также в текущей деятельности.

Цель операции хеджирования – перенос риска изменения цены с одного лица на другое. Причины, объясняющие участие каждой из сторон в подобной операции, различны. Наиболее часто встречающаяся такова: одна сторона – хеджер – боится от риска повышения (понижения) цены на базисный актив, вторая – спекулянт – рассчитывает получить доход от прогнозируемого им изменения цен. Среди наиболее популярных методов хеджирования – страхование, форвардные и фьючерсные контракты, опционы, процентные и валютные свопы и др.

Существуют два вида страхования: обязательное и необязательное. Первое предусмотрено законодательством, и расходы по нему списываются на себестоимость продукции. Второй вид страхования носит добровольный характер, а необходимость и целесообразность его применения определяются степенью риска, ассоциируемого с данной операцией.

Как отмечалось выше, в финансовых операциях риск учитывается в норме прибыли: чем выше степень риска, тем выше норма прибыли. В большинстве случаев норма прибыли определяется экспертным путем. В каждом конкретном случае возможно использование некоторых формализованных алгоритмов. В частности, выдавая ссуду под процент, можно приобрести страховой полис на выданную сумму, а процент за пользование ссудой можно установить таким образом, чтобы обеспечить гарантированный равный доход в любом случае (должник платежеспособен или нет).

3.4.2. Форвардные и фьючерсные контракты

Форварды и фьючерсы, являющиеся наиболее распространенными приемами хеджирования, позволяют застраховаться от возможного резкого изменения цен на некоторый актив (пшеница, металл и др.), поскольку дают возможность приобрести его по заранее оговоренной

¹ Заметим, что хеджирование не является единственным способом противодействия риску. Более подробно виды риска, методы оценки и способы противодействия будут рассмотрены в гл. 7.

цене. Они представляют собой ценные бумаги и обращаются на фондовых рынках.

Форвардный контракт (Forward Contract), как и его наиболее распространенная разновидность – фьючерс, представляет собой соглашение о купле-продаже товара или финансового инструмента с поставкой и расчетом в будущем. Контракт стандартизирован по количеству и качеству товара. Согласно контракту продавец обязан поставить в определенное место и срок определенное количество товара или финансовых инструментов; после доставки товара покупатель обязан заплатить обусловленную в момент заключения контракта цену. Некоторые виды контрактов, являясь ценными бумагами, могут неоднократно перепродаваться на бирже вплоть до определенного срока (момента их исполнения). Существуют и такие контракты, по которым обязательства могут быть выполнены не путем непосредственной поставки или приемки товаров или финансовых инструментов, а путем получения или выплаты разницы в ценах фьючерсного и наличного рынков. Иными словами, владелец форвардного или фьючерсного контракта имеет право: (а) купить или продать базисный актив в соответствии с оговоренными в контракте условиями и (или) (б) получить доход в связи с изменением цен на базисный актив.

Для того чтобы гарантировать исполнение контракта, требуется предоставление обеспечения наличными или их эквивалентом в виде ликвидных ценных бумаг. Сумма, необходимая на ведение торговли фьючерсами, составляет обычно 8–15% общей стоимости товара, поставляемого по контракту. Эти средства представляют собой гарантийное обеспечение обязательств и возвращаются после исполнения контракта или закрытия позиции.

Итак, предметом торга в такого рода контрактах является цена, а термины «продажа» или «покупка» контракта являются условными и означают только занятие позиции продавца или позиции покупателя с принятием на себя соответствующих обязательств. До наступления срока исполнения контракта любой из его участников может заключить сделку с принятием противоположных обязательств, т. е. купить (продать) такое же количество этих же контрактов на тот же самый срок. Принятие на себя двух противоположных контрактов взаимопогашает их, освобождая тем самым данного участника от их исполнения.

Функционирование фьючерсного рынка и его финансовая надежность обеспечиваются системой клиринга, в рамках которой осуществляется учет участников торговли, контроль состояния счетов участников и внесения ими гарантийных средств, расчет размера выигрышей и проигрышей от участия в торгах. Все сделки оформляются через клиринговую (расчетную) палату, которая становится третьей сторо-

ной сделки. Тем самым продавец и покупатель освобождаются от обязательств непосредственно друг перед другом, а для каждого из них возникают обязательства перед клиринговой палатой. Палата выполняет роль гаранта для тех, кто не ликвидировал свои обязательства к сроку их исполнения. Таким образом, правовой основой операций с контрактами являются договоры, связывающие участников рынка с клиринговой палатой и фондовой биржей; ее финансовой основой – денежные средства или их эквиваленты, вносимые участниками в форме залога.

Фьючерсы (Futures Contracts) являются одной из разновидностей форвардных контрактов. Этот вид ценных бумаг весьма распространен на фондовых биржах, а информация о них публикуется в специальной прессе. В табл. 3.1 приведен пример публикаций о фьючерсных ценах на пшеницу.

Таблица 3.1

Данные о фьючерсных контрактах на пшеницу
(четверг, 15 сентября 2005 г.)

(центов за бушель)

Срок поставки	Цена открытия	Максимальная цена	Минимальная цена	Цена закрытия	Изменение цены за день	В целом		
						максимальная цена	минимальная цена	число контрактов
А	1	2	3	4	5	6	7	8
09.2005	411,0	416,50	407,00	407,00	-6,25	421,00	272	423
10.2005	427,0	432,25	422,00	423,25	-5,50	432,25	289	47 151
03.2005	430,5	436,00	426,50	427,00	-4,75	436,00	323	12 823

Приведенные в таблице показатели означают (на примере первой строки):

графа 1 – цена в первые минуты 15.09.2005;

графа 2 – максимальная цена, достигнутая 15.09.2005;

графа 3 – минимальная цена, достигнутая 15.09.2005;

графа 4 – цена в последние минуты 15.09.2005;

графа 5 – как изменилась цена закрытия за истекший день (т. е. цена закрытия 14.09.2005 составила 413,25 центов);

графа 6 – максимальная цена, достигнутая за все время существования контрактов на данный месяц;

графа 7 – минимальная цена, достигнутая за все время существования контрактов на данный месяц;

графа 8 – число выставленных на торги контрактов.

В известном смысле фьючерсы являются развитием идеи форвардных контрактов. В зависимости от вида базисного актива фьючерсы подразделяются на финансовые (базисный актив – процентная ставка, валюта, облигация, акция, фондовый индекс) и товарные (базисный актив – пшеница, золото, нефть и т. п.). В сравнении с форвардными контрактами фьючерсы имеют ряд отличительных черт.

- Форвардный и фьючерсный контракты по своей природе относятся к твердым сделкам, т. е. каждый из них обязателен для исполнения. Однако цели, преследуемые сторонами при заключении контракта того или иного типа, могут существенно различаться. Форвардный контракт чаще всего заключается с целью реальной продажи или покупки базисного актива и страхует как поставщика, так и покупателя от возможного изменения цен. Хотя мнения сторон в отношении ценовой динамики субъективны и могут быть различными, их объединяет прежде всего желание иметь предсказуемую ситуацию. Форварду в большей степени свойствен характер хеджирования, фьючерсу – оттенок спекулятивности, поскольку нередко важна не собственно продажа или покупка базисного актива, а получение выигрыша от изменения цен.
- Форвардные контракты специфицированы, фьючерсные – стандартизованы. Любой форвардный контракт составляется в соответствии со специфическими потребностями конкретных клиентов. Поэтому форвардные контракты являются, в основном, объектами внебиржевой торговли, а фьючерсные торгуются на фьючерсных биржах.
- Твердых гарантий обязательного исполнения форвардного контракта не существует. Если изменение цен будет существенным, поставщик товара может отказаться от поставки даже под угрозой выплаты крупных штрафных санкций. Таким образом, подобные контракты в немалой степени базируются на доверительном отношении контрагентов друг к другу, их профессиональной честности и платежеспособности.
- Форвардный контракт привязан к точной дате, а фьючерсный – к месяцу исполнения. Это значит, что поставка товара или финансового инструмента может быть сделана поставщиком по его усмотрению в любой день месяца, указанного в контракте.
- Поскольку фьючерсных контрактов, а также участников операций обычно много, конкретные продавцы и покупатели, как правило, не привязаны друг к другу. Когда какой-то поставщик будет готов исполнить контракт и сообщает об этом в клиринговую палату биржи, организующую исполнение фьючерсов, последняя случайным образом выбирает покупателя из ожидающих исполнения контракта и уведомляет его о грядущей в течение ближайших дней поставке товара.
- В отличие от форвардных контрактов, которые обычно продаются на внебиржевом рынке, фьючерсы свободно обращаются на фьючерсных биржах, т. е. существует постоянный ликвидный рынок этих ценных бумаг. Поэтому при необходимости прода-

вещ всегда может отрегулировать собственные обязательства по поставке товаров или финансовых инструментов путем выкупа своих фьючерсов. Функционирование фьючерсного рынка и его финансовая надежность обеспечиваются системой клиринга, в рамках которой осуществляется учет участников торговли, контроль состояния счетов участников и внесения ими гарантийных средств, расчет размера выигрышей и проигрышей от участия в торгах. Все сделки оформляются через клиринговую (расчетную) палату, которая становится третьей стороной сделки. Тем самым продавец и покупатель освобождаются от обязательств непосредственно друг перед другом, а для каждого из них возникают обязательства перед клиринговой палатой. Палата выполняет роль гаранта для тех, кто не ликвидировал свои обязательства к сроку их исполнения. Таким образом, правовой основой операций с контрактами являются договоры, связывающие участников рынка с клиринговой палатой и биржей; ее финансовой основой – денежные средства или их эквиваленты, вносимые участниками в форме залога.

- Главной отличительной чертой фьючерсов является то, что изменение цен по товарам и финансовым инструментам, указанным в контрактах, осуществляется ежедневно в течение всего периода до момента их исполнения. Это означает, что между продавцами, покупателями и клиринговой палатой постоянно циркулируют денежные потоки. Основная причина организации таких постоянных взаимных платежей заключается в том, чтобы в определенной степени предотвратить искушение одного из контрагентов разорвать контракт в силу каких-то причин (например, резкого изменения цен). Фьючерсная торговля является рискованной мероприятием, поэтому чаще всего в ней участвуют партнеры, работающие друг с другом в течение многих лет и доверяющие друг другу. Наибольшее распространение фьючерсные контракты получили в торговле сельхозпродукцией, металлом, нефтепродуктами и финансовыми инструментами.

Рассмотрим простейший пример по данным табл. 3.1.

Пример

Покупатель и продавец заключили сделку по цене закрытия 15.09.2005 г. Клиринговая палата уведомила 19.09.2005 г. о поставке товара, которая будет иметь место по цене закрытия этого дня. Пусть цена закрытия менялась следующим образом (в долл. за бушель):

Четверг, 15.09.2005 – 4.07;

Пятница, 16.09.2005 – 4.04;

Понедельник, 19.09.2005 – 4.14.

Тогда действия покупателя по дням будут следующими:

- 15.09.2005 – покупка фьючерсного контракта по цене 4,07 долл. за бушель;
- 16.09.2005 – платеж в клиринговую палату исходя из расчета 0,03 долл. за бушель;
- 17.09.2005 – получение денег от клиринговой палаты из расчета 0,10 долл. за бушель;
- День поставки – платеж поставщику за пшеницу из расчета 4,14 долл. за бушель и получение товара.

Действия продавца (поставщика) по дням:

- 15.09.2005 – продажа фьючерсного контракта по цене 4,07 долл. за бушель;
- 16.09.2005 – получение денег от клиринговой палаты из расчета 0,03 долл. за бушель;
- 17.09.2005 – платеж в клиринговую палату исходя из расчета 0,10 долл. за бушель;
- 19.09.2005 – получение денег от покупателя из расчета 4,14 долл. за бушель и поставка товара.

Все платежи должны быть выполнены в течение одного рабочего дня. Легко видеть, что несмотря на множественные денежные потоки, результатный платеж выполняется по цене, указанной во фьючерсном контракте:

$$\begin{aligned} \text{покупатель} & -0,03 + 0,10 - 4,14 = -4,07; \\ \text{продавец} & +0,03 - 0,10 + 4,14 = +4,07. \end{aligned}$$

Как уже отмечалось, хеджирование фьючерсами имеет особое значение для компаний, осуществляющих крупные обороты денежных и товарных ресурсов. Для них важна не столько максимально возможная прибыль, сколько стабильность и уверенность, т. е. важно зафиксировать приемлемую цену на будущее, застраховаться от возможных нежелательных перепадов цен. Хеджированием продаж фьючерсных контрактов пользуются потенциальные продавцы будущего реального товара (продавец, желающий застраховать цену на продажу своего товара, заранее должен продать на фьючерсном рынке необходимое количество контрактов); хеджированием покупкой контракта – потенциальные покупатели.

Что касается спекуляции на фьючерсном рынке, то ее сутью является стремление участников торгов извлекать прибыль из разницы в колеблющихся ценах. Приобретая контракты, спекулянты вовсе не имеют намерения реализовать или приобрести товар; их цель – следить за конъюнктурой рынка, предугадать движение цен и путем своевременной перепродажи контракта извлечь прибыль.

Фьючерсный рынок в России появился в октябре 1992 г. на Московской товарной бирже. Ставка была сделана на мелких спекулянтов, а в качестве финансового инструмента был выбран фьючерсный контракт на доллар США. К середине 1994 г. фьючерсная торговля началась на ряде других бирж: Московской центральной фондовой бирже (МЦФБ), Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) и др. На МЦФБ ведутся торги по валютным фьючерсам (контракты на доллар США и индекс курса доллара США) и финансовым фьючерсам (контракты на процентную ставку ГКО, золотой сертификат и доли золотого сертификата).

Фьючерсный контракт на доллар США может дать существенный доход ввиду разных процентных ставок по валютным и рублевым средствам. При существующих биржевых котировках по фьючерсам на доллар США валютный доход может в несколько раз превысить доход от простого размещения валюты в депозит. Операция заключается в следующем: (а) покупается фьючерсный контракт на доллар США с поставкой через определенный срок; (б) продается наличная валюта, полученные рублевые средства размещаются на более выгодных условиях; (в) при наступлении срока поставки рублевые средства конвертируются в валюту. Опыт показывает, что доход от операции может быть довольно высоким.

Принимать участие в торговле фьючерсами имеют право только расчетные фирмы, являющиеся членами биржевой палаты; остальные физические и юридические лица могут участвовать в торговле в качестве их клиентов. Например, для того чтобы стать расчетной фирмой на МЦФБ, необходимо приобрести акцию МЦФБ, акцию биржевой палаты и внести вступительный гарантийный взнос. Для привлечения к торгам биржи стараются вводить разного рода новшества и льготы. Так, на МЦФБ предусмотрена возможность внесения начального гарантийного взноса банковским депозитом, а не живыми деньгами.

3.4.3. Опционы

Опционы являются одним из самых распространенных финансовых инструментов рыночной экономики. В известном смысле опционы представляют собой развитие идеи фьючерсов. Но в отличие от фьючерсных и форвардных контрактов, опцион не предусматривает обязательности продажи или покупки базисного актива, которая при неблагоприятных условиях (ошибочные прогнозы, изменение общей конъюнктуры и др.) может привести к существенным прямым или косвенным потерям одной из сторон. Напомним, что при операциях с фьючерсом, даже если не предполагается поставка (покупка) базисного актива, изменение его цены ежедневно отражается на денежных потоках, связывающих покупателей и продавцов, поэтому потери (до-

ходы) от операций с подобными инструментами, в принципе, могут быть высокими. Принципиально иная ситуация имеет место при операциях с опционами, которые дают возможность ограничить величину возможных потерь, поскольку держатель опциона имеет право не исполнять его при неблагоприятных условиях, тем самым сводя общую величину потерь к уплаченной стоимости опциона. Опцион используется, в основном, как инструмент игры на рынке с целью получения спекулятивной прибыли.

Опцион (Option) – это договор, предусматривающий право купить или продать оговоренный актив по фиксированной цене в оговоренный момент (промежуток) времени. В наиболее общем смысле опцион (дословно: право выбора) представляет собой контракт, заключенный между двумя сторонами, одна из которых выписывает и продает опцион, а другая приобретает его и получает право в течение оговоренного в условиях опциона срока:

- исполнить контракт, т. е. либо купить по фиксированной цене определенное количество базисных активов у лица, выписавшего опцион, – опцион на покупку, либо продать их ему – опцион на продажу;
- отказаться от исполнения контракта;
- продать контракт другому лицу до истечения срока его действия.

Лицо, приобретающее права, называется покупателем опциона или его держателем, а лицо, принимающее на себя соответствующие обязательства, – продавцом (эмитентом, надписателем) опциона. Опцион, дающий право купить, носит название колл-опциона, или опциона покупателя (call option); опцион, дающий право продать, называется пут-опционом, или опционом продавца (put option). Сумма, уплачиваемая покупателем опциона продавцу, т. е. лицу, выписавшему опцион, называется ценой опциона (option price); эта сумма не возвращается – независимо от того, воспользуется покупатель приобретенным правом или нет. Цена базисного актива, указанная в опционном контракте, по которой его владелец может продать (купить) актив, называется ценой исполнения (exercise, или striking, price). Актив, лежащий в основе опциона, называется базисным. В качестве базисных активов могут выступать любые товары или финансовые инструменты. В большинстве случаев опционы стандартизованы по своим характеристикам. Чаще всего базисные активы продаются лотами. Так, акции можно обычно купить в виде лота (пакета) в размере 100 штук.

Критическим для принятия решения о покупке опциона является не столько соотношение текущей цены базисного актива и цены исполнения, т. е. цены, по которой держатель опциона имеет право купить (в случае колл-опциона) или продать (в случае пут-опциона) ба-

зисный актив, сколько ожидаемая инвестором тенденция изменения текущей цены. Покупка опциона не является бессмысленной, если только существует ненулевая вероятность изменения цены базисного актива в нужном направлении.

Существенными условиями опциона являются: (а) идентификация актива, который может быть куплен (продан); (б) число приобретаемых (продаваемых) активов; (в) цена, по которой должна быть осуществлена сделка (называется ценой исполнения); (д) дата, когда право купить (продать) утрачивается.

В качестве базисных активов могут выступать любые товары или финансовые инструменты, а потому, в зависимости от вида базиса, существует несколько разновидностей опционов: на корпоративные ценные бумаги, фондовые индексы, государственные долговые обязательства, иностранную валюту, товары, фьючерсные контракты. Подчеркнем, что особенностью опциона является то, что в результате операции покупатель приобретает не собственно финансовые инструменты (акции, облигации) или товары, а лишь право на их покупку (продажу).

Пример

Опцион на покупку 100 акций фирмы «Омега» будет являться опционом колл на 100 акций данной фирмы; опцион на продажу 100 акций этой же фирмы – это опцион пут.

Существуют и другие классификации опционов. В частности, в зависимости от намерения исполнить поставку базисного актива опционы подразделяются на два типа – с физической поставкой и с наличными расчетами. В первом случае владелец опциона имеет право физически получить базисный актив (в случае опциона колл) или продать его (в случае опциона пут); во втором случае речь идет только о получении платежа в виде разницы между текущей ценой базисного актива и ценой исполнения. В случае опциона колл его держатель воспользуется своим правом получить разницу, если текущая цена базисного актива превышает цену исполнения; в случае опциона пут – наоборот, когда текущая цена меньше цены исполнения.

С точки зрения сроков исполнения, принято различать два типа опционов: (а) европейский, когда контракт дает право купить или продать базисные активы по фиксированной цене только в определенный день (expiration date), и (б) американский, дающий право покупки или продажи в любой день, вплоть до оговоренной в контракте даты (именно эти опционы доминируют в мировой практике).

В случае если лицо, выписывающее опцион, владеет оговоренным в нем количеством базисных активов, опцион называется покрытым (covered), если такого обеспечения опциона нет, он называется непо-

крытым (uncovered). Выписка непокрытого опциона более рискована; избежать риска можно путем одновременной продажи и покупки опционов колл и пут.

Необходимо подчеркнуть, что опционные контракты носят очевидный характер спекулятивности и не имеют непосредственного отношения к деятельности конкретной фирмы по увеличению источников ее финансирования. Доход от операций с подобными инструментами получают брокерские компании, занимающиеся операциями с ценными бумагами. Очевидна общая стратегия поведения покупателей и продавцов в такого рода операциях: каждый из них стремится извлечь выгоду от возможного изменения курсовой стоимости акций; у кого точнее прогноз, тот и получает выгоду. При этом:

- держатели опциона колл и эмитенты опциона пут играют на повышение цен (иными словами, они полагают, что рыночный курс актива в будущем возрастет);
- держатели опциона пут и эмитенты опциона колл исходят из прогноза о возможном понижении цен.

Рассмотрим логику этих видов опционных контрактов на примерах.

Пример

Компания «Альфа» приобрела трехмесячный опцион колл у компании «Омега» на 100 акций с ценой исполнения $P_e = 50$ руб.; цена акции в момент выписки опциона также равнялась 50 руб. Цена контракта – 4 руб. за акцию. Очевидно, что покупателю, для того чтобы по крайней мере не остаться в убытке, необходимо, чтобы за время, в течение которого действует данный контракт, цена на акции поднялась как минимум на 4 руб. (400 руб.: 100). Если цена увеличится до 55 руб., доход покупателя составит

$$(55 - 50) \cdot 100 - 400 = 100 \text{ руб.}$$

Если курсовая цена составит величину из интервала (50–54 руб.), покупка опциона в целом принесет компании «Альфа» убыток. Оптимальным решением в этом случае будет покупка акций для того, чтобы уменьшить убыток. Так, если курсовая цена будет 52,5 руб., то убыток составит

$$400 - (52,5 - 50) \cdot 100 = 150 \text{ руб.}$$

Если курсовая цена будет меньше 50 руб., компания «Альфа» не будет исполнять контракт, т. е. покупать акции, а ее убыток составит уплаченные при покупке опциона 400 руб.

Для наглядности приведем график выплат (рис. 3.3).

Приведенный график позволяет сделать выводы о доходах и потерях покупателя и продавца опциона, а также о вариантах действий покупателя.

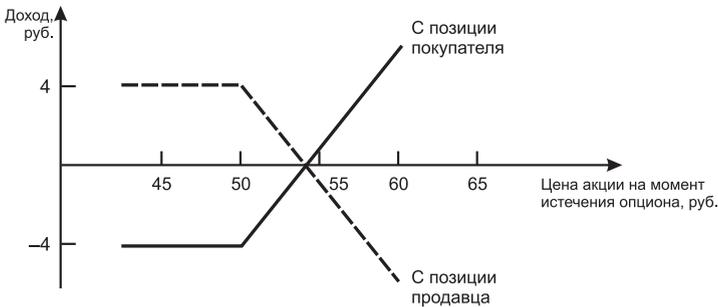


Рис. 3.3. График выплат для опциона колл

С позиции покупателя:

- благоприятной тенденцией для покупателя является рост курсовой цены базисного актива P_m , что может привести к неограниченному возрастанию его потенциального дохода;
- убыток покупателя ограничен снизу суммой 4 руб. на акцию и в меньшей степени, по сравнению с его потенциальным доходом, определяется снижением курсовой цены;
- действия держателя опциона таковы:
 - если $P_m < 50$, то опцион не исполняется; при этом убыток максимален и равен 4 руб. (в расчете на акцию);
 - если $50 < P_m < 54$, то опцион исполняется; при этом держатель опциона несет убыток, величина которого тем меньше, чем ближе курсовая цена к цене исполнения;
 - если $P_m > 54$, то опцион исполняется; при этом держатель опциона получает доход от операции, величина которого прямо пропорциональна курсовой цене базисного актива.

С позиции продавца:

- потенциальный доход продавца ограничен сверху суммой 4 руб. на акцию и может состояться в том случае, если цена базисного актива на момент истечения опциона не превысит 50 руб.;
- если цена превысит 54 руб., продавец несет убыток, прямо пропорциональный росту цены, причем сумма убытка теоретически не ограничена сверху (если операция не хеджирована);
- если цена актива установится в интервале 50–54 руб., продавец будет иметь доход в сумме меньше 4 руб. на акцию;
- действия продавца носят вынужденный характер и полностью определяются действиями покупателя, т. е. в отличие от покупателя, роль продавца после продажи опциона пассивна.

Пример

Инвестор приобрел опцион пут на 100 акций компании «Альфа» с ценой исполнения 60 долл. и истечением через 3 месяца. Цена контракта составляет 7 долл. за акцию, цена акции в момент выписки опциона – 62 долл.

Покупая контракт, инвестор рассчитывает на снижение цены акции в будущем. Если к моменту истечения опциона цена будет равна 50 долл., то опцион будет исполнен, а доход инвестора составит

$$(60 - 50) \cdot 100 - 7 \cdot 100 = 300 \text{ долл.}$$

Для того чтобы инвестор не оказался в убытке, цена акции на момент истечения опциона должна быть не выше 53 долл.

Изменение доходов и расходов покупателя и продавца опциона можно представить графически следующим образом (рис. 3.4):

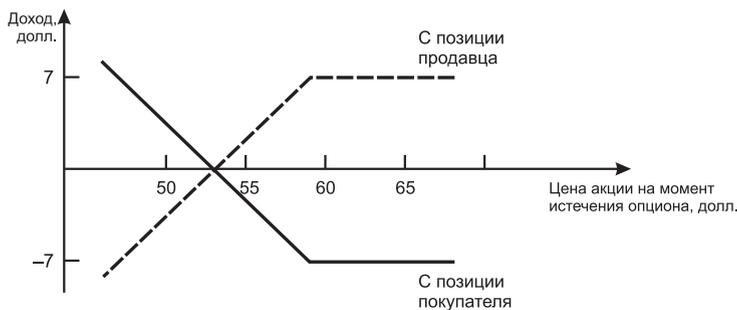


Рис. 3.4. График выплат для опциона пут

Итак, действия держателя опциона пут таковы:

- если $P_m > 60$, то опцион не исполняется; при этом убыток максимален и равен 7 долл. (в расчете на акцию);
- если $53 < P_m < 60$, то опцион исполняется; при этом держатель опциона остается в убытке, величина которого тем меньше, чем ближе курсовая цена к цене исполнения;
- если $P_m < 53$, то опцион исполняется; при этом держатель опциона получает доход от операции, величина которого прямо пропорциональна снижению курсовой цены базисного актива.

Из приведенных графиков видно, что принципиальных различий между двумя типами опционов нет. В обоих случаях потенциальные доходы покупателя могут быть довольно велики, в то время как его потенциальные расходы ограничены и не могут превышать их фактическую сумму, осознанно уплаченную инвестором в момент приобретения опциона. Эти расходы по сути представляют собой плату за риск, сопутствующий ожиданиям инвестора в отношении возможного изменения цен на базисный актив. Все различие в опционах определяется лишь различием в ожидаемой динамике цен: в случае с опционом колл инвестор ожидает их повышения, в случае с опционом пут — понижения.

Из примеров видно, что с позиции возможных доходов держателя опционы подразделяются на три вида: с выигрышем, без выигрыша, с проигрышем. Алгоритмически каждая из трех ситуаций описывается соотношением цены исполнения и текущей цены базисного актива.

В частности, для опциона колл соответствующие соотношения имеют вид:

- $P_m > P_e$ – считается, что опцион колл с выигрышем (синоним: «при деньгах» – «in-the-money»), т. е. его исполнение принесет доход его держателю;
- $P_m = P_e$ – считается, что опцион колл без выигрыша (синоним: «при деньгах» – «at-the-money»), т. е. его исполнение не принесет его держателю ни дохода, ни убытка;
- $P_m < P_e$ – считается, что опцион колл с проигрышем (синоним: «без денег» – «out-of-the-money»), т. е. его исполнение может принести его держателю только дополнительный убыток.

Аналогичные соотношения легко выписываются и для опционов пут.

Заметим, что приведенные наименования не следует понимать буквально, поскольку, строго говоря, здесь надо было бы учесть затраты, понесенные держателем опциона при его покупке.

Как было отмечено в приведенных рассуждениях и примерах, любая операция с опционом рискова. Путем создания портфеля опционных контрактов можно существенно снизить риск потери. Предположим, что некий инвестор ожидает, что цена на акции фирмы «Альфа» будет весьма неустойчивой в ближайшие месяцы. Вместе с тем инвестор не может предугадать, в каком направлении – в сторону увеличения или снижения – изменится цена. Поэтому он прибегает к так называемому конструированию комбинации, суть которой рассмотрим на числовом примере.

Пример

Предположим, что можно купить опционы колл и пут на акции фирмы «Альфа» с одной и той же ценой исполнения $P_e = 50$ долл. и одинаковым сроком истечения; цена каждого опциона одинакова и составляет 4 долл. Заметим прежде всего, что критические значения рыночной цены на момент исполнения опциона равны 42 долл. ($50 - 2 \cdot 4$) и 58 долл. ($50 + 2 \cdot 4$). Имеется в виду, что при переходе рыночной ценой этих значений в любую сторону убыток (доход) инвестора меняется на доход (убыток). Рассмотрим возможные ситуации на момент истечения опционов при такой комбинации.

1. Цена акции упала до 40 долл. В этом случае исполнение опциона колл не выгодно, зато исполнение опциона пут принесет доход от конструирования комбинации в сумме (на акцию).

$$50 - 40 - 8 = 2 \text{ долл.}$$

2. Цена акции упала до 42 долл. Ситуация аналогична предыдущей; исполнение опциона пут выгодно, однако полученного дохода хватает лишь на покрытие затрат по конструированию комбинации.

$$50 - 42 - 8 = 0 \text{ долл.}$$

3. Цена акции упала до 45 долл. В этом случае исполнение опциона пут приносит доход, которого не хватает для покрытия затрат по конструированию комбинации.

$$50 - 45 - 8 = -3 \text{ долл.}$$

4. Цена акции в точности совпала с ценой исполнения. В этом случае никакой опцион при его исполнении не приносит дохода, т. е. инвестор несет убыток в размере затрат по конструированию комбинации; это максимальная сумма убытка, которую может понести инвестор, как бы ни менялись цены на базисный актив.

5. Цена акции составила 54 долл. В этом случае исполнение опциона пут не выгодно, зато опцион колл может принести доход, который частично возместит затраты по конструированию комбинации.

$$54 - 50 - 8 = -4 \text{ долл.}$$

6. Цена акции составила 58 долл. Ситуация аналогична ситуации 2, с тем лишь различием, что исполнение опциона колл приносит доход, покрывающий все затраты по конструированию комбинации.

$$58 - 50 - 8 = 0 \text{ долл.}$$

7. Цена акции составила 60 долл. Ситуация аналогична ситуации 1, с тем лишь различием, что исполнение опциона колл не только приносит доход, покрывающий все затраты по конструированию комбинации, но и дает прибыль инвестору.

$$60 - 50 - 8 = 2 \text{ долл.}$$

8. Чем более значимо отклонение цены акции на момент погашения опциона от цены исполнения (ситуации 1 и 7), тем больший доход получит держатель опциона.

Последний вывод наиболее важен, поскольку если ожидания инвестора оправдаются, т. е. цена акции существенно изменится, то он получит доход независимо от того, в какую сторону произойдет изменение цены.

Рассмотренной комбинацией, которая называется стеллажной, или стрэддлом (Straddle), естественно, не исчерпывается все их многообразие. Известны комбинации, в основе которых лежат опционы колл и пут с различными ценами исполнения, сроками исполнения, в сочетании с базисными активами и т. п. Соответствующие примеры можно найти как в переводной литературе, так и в монографиях отечественных специалистов (см.: [Буренин, 1996]). Что касается собственно примера, то мы привели его лишь для того, чтобы показать, что с помощью опционов инвесторы и спекулянты могут решать задачи как хеджирования, так и генерирования дохода.

Опцион представляет собой рыночный инструмент, поэтому его цена также складывается в результате действия рыночного механизма. Тем не менее логика ее формирования легко может быть описана следующим образом.

В рамках произвольного, незначительного по продолжительности временного интервала опцион представляет собой ценность только в том случае, если его исполнение в любой момент времени, лежащий в границах этого интервала, приносит доход. Величина этого дохода равна разности между текущей ценой базисного актива (P_m) и ценой исполнения (P_e). Эта разность носит название теоретической, или внутренней, стоимости опциона (V_t). Рыночная цена опциона (P_o) обычно превышает его внутреннюю стоимость на некоторую величину, называемую временной стоимостью (P_r). Смысл появления временной стоимости очевиден: опцион имеет отношение к будущему, т. е. ожидается, что заложенная в природу опциона тенденция повышения или снижения цены базисного актива сохранится и в будущем. Временная стоимость служит платой за возможность выигрыша на дальнейшем изменении цены. Отметим, что в западной и отечественной литературе иногда используется термин «премия», под которой понимают либо собственно цену опциона, либо его временную стоимость (см.: [Буренин, 1996, с. 120; Бриггем, Гапенски, т. 1, с. 144]). Не вдаваясь в дискуссию, отметим, что второй вариант более обоснован, на что, кстати, указывается и в фундаментальной работе У. Шарпа и Александера [Sharpe, Alexander, p. 534]. Именно в этом смысле термин «премия» понимается в данном разделе книги.

Рассмотрим подробнее, почему все же возникает премия, т. е. желание инвестора заплатить больше, чем внутренняя стоимость опциона? Дело в том, что если его ожидания подтвердятся, то доходность операции по приобретению опциона может существенно превысить доходность операций с собственно базисным активом.

Действительно, допустим, что цена исполнения опциона колл, купленного за 5 долл., равна 80 долл., что совпадало с рыночной ценой базисного актива. Пусть к моменту исполнения опциона цена базисного актива увеличилась в полтора раза, т. е. до 120 долл. В этом случае держатель опциона имеет доход в размере 35 долл. ($40 - 5$), а доходность операции составляет $700\% \left(\frac{35}{5} \cdot 100 \right)$. Если бы инвестор вместо опциона предпочел оперировать непосредственно с базисным активом (покупка с последующей продажей актива), то доходность операции составила бы лишь $50\% \left(\frac{40}{80} \cdot 100 \right)$. Именно за возможность получить такую супердоходность и платится премия как превышение текущей цены опциона над его внутренней стоимостью. Отсюда понятно, почему опера-

ции с опционами популярны среди спекулянтов и чем вызвано появление рынка этих финансовых инструментов.

Итак, все упомянутые показатели связаны следующей зависимостью:

$$P_o = V_t + P_r = |P_m - P_e| + P_r. \quad (3.1)$$

Примечания:

1. В формуле использован знак модуля (абсолютной величины), чтобы распространить ее как на опционы колл, так и на опционы пут.

2. Для опциона колл: если $P_m < P_e$, то $V_t = 0$.

3. Для опциона пут: если $P_m > P_e$, то $V_t = 0$.

Значимость того или иного слагаемого в формуле (3.1), равно как и цена опциона в целом, могут существенно варьировать, что имеет место прежде всего в отношении акций с большим размахом вариации ожидаемой цены (такая ситуация имеет место, например, в динамично развивающейся компании). Несложно сформулировать некоторые наиболее общие тенденции в динамике описанных показателей.

- Чем продолжительнее срок опциона, тем выше его цена и премия, поскольку величина ожидаемого изменения цены базисного актива более неопределенна.
- Опцион на очень неустойчивые акции стоит дороже, чем на стабильные, поскольку чем меньше ожидание изменения цены, тем меньше возможность получить доход и тем ниже цена опциона.
- Для опциона колл имеет место следующее: чем в большей степени текущая рыночная цена превосходит цену исполнения, тем выше цена опциона и тем меньше значение премии. Иными словами, с ростом отклонения между P_m и P_e доля премии в цене снижается, т. е. цена опциона все больше приближается к его внутренней стоимости. Объяснение этому очевидно: в условиях эффективного рынка безграничное увеличение цены невозможно, поэтому вероятность и величина очередного прироста все время снижаются.
- Для опциона пут характерно обратное: чем больше снижается цена базисного актива, отклоняясь от цены исполнения, тем меньше доля премии в цене опциона.

Для наглядности покажем на графике, как в связи с изменением различных параметров меняются стоимостные характеристики опциона колл с ценой исполнения 50 долл. (табл. 3.2 и рис. 3.5).

Из графика видно, что поскольку в момент выписки опциона колл текущая рыночная цена базисного актива обычно меньше цены исполнения, внутренняя стоимость опциона равна 0, а текущая рыночная его стоимость совпадает по величине с премией (не исключено, что это

одно из наиболее вероятных объяснений причин появления упоминавшейся выше путаницы с терминами «премия» и «цена опциона»).

Таблица 3.2

Вариация основных стоимостных характеристик опциона

(долл.)

Текущая цена базисного актива, P_m	Цена исполнения, P_e	Внутренняя стоимость опциона, V_i	Рыночная цена опциона, P_o	Временная стоимость опциона (премия), V_t
45	50	0	6	6
50	50	0	6	6
55	50	5	8	3
60	50	10	12	2
65	50	15	16	1

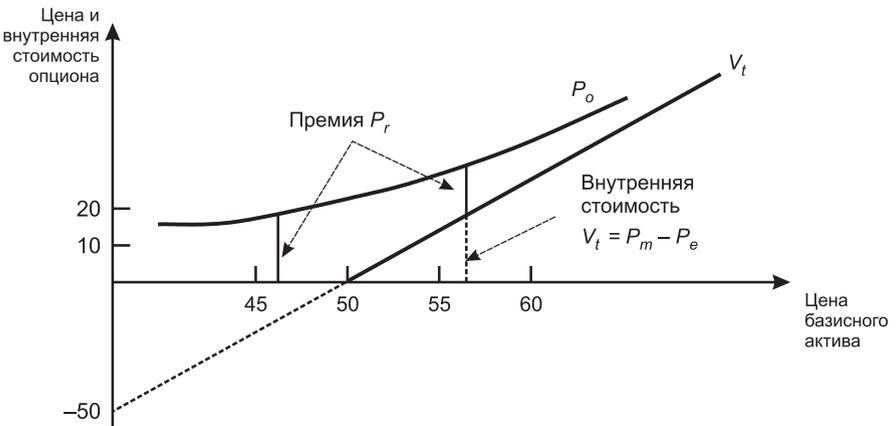


Рис. 3.5. Графическая иллюстрация изменения стоимостных характеристик опциона колл

При желании читатель может легко построить аналогичный график для опциона пут.

Для обоснования принципов расчета рыночной цены опциона в рамках теории финансов разработана теория ценообразования опционов, центральное место в которой занимает известная модель Блэка–Скоулза, названная так в честь ее разработчиков и основанная на идее хеджирования путем построения безрискового портфеля, содержащего некоторую комбинацию опциона и базисного актива. Описание модели, выходящее за рамки данной книги, можно найти в упоминавшихся в этом разделе монографиях западных и российских специалистов (см.: [Бригхем, Гапенски, т. 1, с. 148–152]).

Интерес к опционам со стороны финансовых менеджеров определяется целым рядом обстоятельств; в частности, использованием идеи опционов при эмиссии ценных бумаг, а также возможностью игры на срочном рынке с целью получения дополнительных доходов.

Опционная торговля – сравнительно молодой вид финансовых операций. В США официальная биржевая торговля опционами была открыта в апреле 1973 г. на Чикагской бирже опционов (Chicago Board Options Exchange, СВОЕ); в дальнейшем к подобным торгам приступили и другие крупнейшие фондовые биржи. В настоящее время в США опционные контракты заключаются по более чем 500 акциям.

Помимо опционов колл и пут краткосрочного, спекулятивного характера, в мировой практике известны и некоторые специальные виды опционных контрактов; в частности, право на льготную покупку акций компании и варрант. Именно эти опционы имеют определенную значимость при принятии некоторых решений долгосрочного инвестиционного характера.

3.4.4. Опцион на акции

Право на льготную покупку акций компании, или опцион на акции (Rights Offering) представляет собой специфический финансовый инструмент, необходимость введения которого изначально была вызвана естественным желанием акционеров избежать возможной потери контроля и снижения доли доходов ввиду появления новых акционеров при дополнительной эмиссии. В этой ценной бумаге указано количество акций (или часть акции), которое можно приобрести на нее по фиксированной цене – цене подписки. Подобная операция имеет особое значение, в частности, при преобразовании ЗАО в ОАО. Возможность наделения действующих акционеров преимущественным правом приобретения голосующих акций и ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции, в случае их размещения по открытой подписке предусмотрена Федеральным законом «Об акционерных обществах». Права на льготную покупку акций как ценных бумаг обращаются на рынке самостоятельно. При их выпуске компания устанавливает дату регистрации. Все зарегистрированные на эту дату владельцы акций получают документ «право на покупку», который они по своему усмотрению могут исполнить, т. е. купить дополнительные акции, продать или попросту проигнорировать. Финансовые инструменты «право на покупку» обращаются на рынке самостоятельно, при этом их рыночная цена может довольно значительно отличаться от теоретической стоимости. Это связано прежде всего с ожиданиями инвесторов относительно акций данной компании. Если ожидается, что акции будут расти в цене, повышается рыночная цена права на покупку. Значение этого финансового инструмента для эмитента состоит в том, что

компания активизирует покупку своих акций. Что касается потенциальных инвесторов, то они могут получить определенный доход в случае, если цена акций данной компании будет повышаться. Примеры операций с правами приведены в работе [Ковалев, 2006(а)].

3.4.5. Варрант

Варрант (Warrant) в буквальном смысле означает гарантирование какого-то события, например, продажи или покупки товара. В финансовом менеджменте варрант представляет собой ценную бумагу, дающую право купить или продать фиксированную сумму финансовых инструментов в течение определенного периода. Покупка варранта – проявление осторожности в том случае, если инвестор не вполне уверен в качестве ценных бумаг и не желает рисковать деньгами.

Существуют разные виды варрантов. В наиболее типичном случае владелец варранта приобретает возможность купить оговоренное число акций по оговоренной цене в течение определенного времени. Бывают бессрочные варранты, дающие возможность покупать определенный финансовый инструмент в любое время. Варрант не дает право на проценты или дивиденды и не обладает правом голоса, датой и стоимостью погашения. Варрант может выпускаться одновременно с финансовыми инструментами, привлекательность которых хотят повысить, или отдельно от них. В любом случае по прошествии некоторого времени он начинает обращаться как самостоятельная ценная бумага. Как правило, варранты выпускаются сравнительно редко и только крупными фирмами. В отличие от прав на покупку, выпускаемых на сравнительно непродолжительный срок (несколько месяцев), срок действия варранта может исчисляться годами. Кроме того, фиксированная цена, или цена исполнения, указанная в праве на покупку, которая устанавливается в момент эмиссии этого финансового инструмента, обычно ниже текущей курсовой цены акции, в то время как цена исполнения в варранте обычно на 10–20% выше курсовой.

Обычно варранты выпускаются вместе с облигационным займом данной компании. Этим достигается привлекательность облигационного займа, а значит, успешность его размещения; возможность увеличить уставный капитал в случае исполнения варрантов. После того как варрант отделяется от финансового инструмента, вместе с которым он эмитировался (в рассмотренном выше примере это был облигационный заем), он начинает обращаться на рынке ценных бумаг самостоятельно. В этом случае возможные с ним операции могут принести как доход, так и убыток. Примеры операций с варрантами приведены в работе [Ковалев, 2006(а)].

3.4.6. Свопы

Своп (обмен) (Swap) представляет собой договор между двумя субъектами по обмену обязательствами или активами с целью улучшения их структуры, снижения рисков и издержек по обслуживанию. Существуют разные виды свопов; наиболее распространенными из них являются процентные и валютные свопы.

Суть операции может быть легко понята на примере с процентными свопами. Предприятие, привлекая заемные средства, вынуждено платить за них проценты. Кредитование может выполняться по различным схемам. Так, кредиты могут выдаваться либо по фиксированной ставке, либо по плавающей ставке (например, ЛИБОР¹) или ставке, «привязанной» к ЛИБОР. Кроме того, условия кредитных договоров могут быть различными (в частности, в силу различной платежеспособности клиентов). В этих условиях существует возможность объединения усилий двух клиентов по обслуживанию полученных кредитов, с тем чтобы уменьшить расходы каждого из них.

Рынок свопов начал развиваться в начале 1980-х гг. Этому предшествовал период использования параллельных кредитов, когда две стороны договаривались об обмене основными суммами и процентными платежами по ним. С целью упрощения механизма расчета между сторонами была изобретена операция, названная *процентным свопом* (Interest rate Swap). Суть ее состоит в том, что стороны перечисляют друг другу лишь разницу процентных ставок от оговоренной суммы, называемой основной. Эта сумма не переходит из рук в руки, а лишь служит базой для расчета процентов. Чаще всего проценты начисляются и выплачиваются один раз в полгода, но могут быть и другие варианты. Процентные ставки для расчета могут определяться также различными способами.

Валютный своп (Currency Swap) представляет собой договор об обмене номинала и фиксированного процента в одной валюте на номинал и фиксированный процент в другой валюте, при этом реального обмена номиналами может и не происходить. Подобные операции имеют особую значимость, когда компания осваивает зарубежные рынки и стеснена в возможности получения кредитов за рубежом ввиду своей малоизвестности. В этом случае она пытается найти зарубежного партнера, возможно, с аналогичными проблемами, с которым заключает договор о валютном свопе. Существуют и другие ви-

¹ ЛИБОР (London inter-bank offered rate, LIBOR) представляет собой процентную ставку по краткосрочным кредитам, используемую банками на Лондонском межбанковском рынке депозитов. Эта ставка является важнейшим ориентиром процентных ставок на международном рынке ссудных капиталов.

ды свопов: облигационные (Bond Swaps), налоговые (Tax Swaps) и др. (см., например, работы А. Н. Буренина, упомянутые в библиографии).

3.4.7. Операции РЕПО

Операция РЕПО (Repurchase Agreement, REPO) представляет собой договор о заимствовании ценных бумаг под гарантию денежных средств или заимствовании средств под ценные бумаги. Иногда его называют договором об обратном выкупе ценных бумаг. Этим договором предусматриваются два противоположных обязательства для его участников – обязательство продажи и обязательство покупки. Прямая операция РЕПО предусматривает, что одна из сторон продает другой пакет ценных бумаг с обязательством купить его обратно по заранее оговоренной цене. Обратная покупка осуществляется по цене, превышающей первоначальную цену. Разница между ценами, отражающая доходность операции, как правило, выражается в процентах годовых и называется ставкой РЕПО. Назначение прямой операции РЕПО – привлечь необходимые финансовые ресурсы.

Обратная операция РЕПО предусматривает покупку пакета с обязательством продать его обратно; назначение такой операции – заместить временно свободные финансовые ресурсы.

Экономический смысл операции очевиден. Одна сторона получает необходимые ей в срочном порядке денежные ресурсы, вторая – восполняет временный недостаток в ценных бумагах, а также получает проценты за предоставленные денежные ресурсы. Операции РЕПО проводятся, в основном, с государственными ценными бумагами и относятся к краткосрочным операциям (от нескольких дней до нескольких месяцев); в мировой практике наибольшее распространение получили 24-часовые договоры. В последнее время весьма популярны трехсторонние РЕПО, когда между продавцом (заемщиком) и покупателем (кредитором) пакета ценных бумаг находится посредник (как правило, крупный банк), обязанности которого описаны в договоре. В этом случае участники договора открывают свои счета по ценным бумагам и денежным средствам в банке-посреднике. Трехстороннее соглашение рассматривается как менее рискованное, по сравнению с обычным. В определенном смысле договор РЕПО может рассматриваться как выдача кредита под залог.

Резюме. Подводя итог краткому описанию основных финансовых инструментов, можно сделать следующий вывод. С помощью финансовых инструментов достигаются четыре основные цели: хеджирование, спекуляция, мобилизация источников финансирования, содействие операциям текущего рутинного характера. В первых трех ситуаци-

ях доминируют производные финансовые инструменты, в четвертой – первичные инструменты.

Заметим, что мы привели лишь самое общее описание ряда финансовых инструментов и операций, характерных для развитой рыночной экономики. Финансовый инжиниринг рассматривается как весьма перспективное направление. На основе финансовых активов и инструментов постоянно разрабатываются новые операции, в том или ином смысле способствующие активизации инвестиционного процесса в целом. Некоторые из финансовых инструментов (в частности, деривативы) представляют больший интерес для финансовых аналитиков, нежели финансовых менеджеров. Тем не менее в той или иной степени с ними приходится иметь дело прежде всего специалистам из финансовых компаний, да и просто крупных корпораций. В частности, можно упомянуть о залоговых и ипотечных операциях, операциях секьюритизации активов и др. (подробнее см. [Ковалев, 2006(а)]).

3.5. Финансовые инструменты в контексте оценки инвестиционной привлекательности фирмы

С развитием фондовых и срочных рынков финансовые инструменты играют все более значимую роль в инвестиционной деятельности, понимаемой в широком смысле. Это обусловлено тем, что финансовые инструменты и непосредственно относящиеся к ним финансовые активы и обязательства не только имеют очевидную связь с фактическими и ожидаемыми денежными потоками, но и используются в установлении и передаче права собственности. Кроме того, есть еще один аспект операций с финансовыми активами, обязательствами, инструментами – их влияние на инвестиционную привлекательность фирмы и оценку целесообразности и перспектив взаимодействия с нею. Этот аспект стал особенно актуальным в последние годы в связи с расширением круга акционеров¹, увеличением видов активов и инструментов, ростом объема и усложнением операций с ними, повышением доли финансовых активов и обязательств в балансах компаний.

Понятие «инвестиция» может трактоваться довольно широко. Если это понятие сужать до вложений долгосрочного характера, что является традиционным в науке и практике, то лишь отдельные финансовые

¹ Ускоряющаяся динамика особенно характерна для США. Так, если в 1940 г. в стране было около 4 млн акционеров, то в 1962 г. их число превысило 17 млн [Wolk, Francis, Tearney, p. 54], а в настоящее время более 50% американцев владеют акциями, главным образом, через паевые и пенсионные фонды (см.: Ведомости. 2002. 5 июля).

инструменты (выпуск облигационного займа, получение долгосрочного кредита, эмиссия варрантов и др.) имеют значимость для характеристики сущности, возможностей и способов осуществления инвестиционного процесса. Вместе с тем возможен и другой ход рассуждений. Если понятие «инвестиция» трактовать в широком смысле – *как оцененные в стоимостной оценке расходы, сделанные в ожидании будущих доходов*, то практически любые финансовые инструменты могут рассматриваться как инструменты реализации инвестиционного процесса.

Заметим, что подобная трактовка не является какой-то необычной, а напротив, представляется весьма оправданной. Действительно, предположим, что речь идет о целесообразности принятия некоторого инвестиционного проекта. Очевидно, что любой подобный проект предусматривает не только вложения в материально-техническую базу, т. е. в долгосрочные активы, но и формирование оборотного капитала, эффективное использование которого является одним из немаловажных факторов обеспечения приемлемости и результативности исходного проекта в целом. В свою очередь, в развитой рыночной экономике эффективность использования оборотного капитала в немалой степени базируется и на постоянно пролонгируемых операциях краткосрочного характера, выполняемых с помощью традиционных и новых финансовых инструментов. Имеет место предопределенный симбиоз долгосрочных и краткосрочных финансовых решений. В этом случае практически любые из рассмотренных выше финансовых инструментов могут трактоваться как инструменты реализации инвестиционного процесса.

Любая операция с финансовым инструментом – эмиссия, купля, продажа, обмен – с неизбежностью связана с изменением состава и структуры разделов бухгалтерских балансов ее участников. Поэтому влияние подобных операций на представление о финансовом состоянии компании проявляется в разных аспектах. С одной стороны, финансовые активы и инструменты представляют собой объект инвестирования и спекулирования; с другой стороны, любой финансовый инструмент – это актив, порой занимающий в балансе фирмы весьма значимое место. Кроме того, некоторые финансовые инструменты (например, опционы) несут в себе потенциал крупных оттоков денежных средств, их эквивалентов или других активов, который при определенной рыночной конъюнктуре может реализоваться и привести, как минимум, к убыткам, иногда весьма значимым (вспомним российские финансовые пирамиды последнего десятилетия XX в.).

Любой финансовый актив в балансе может, с одной стороны, означать источник текущего (регулярного) и капитализированного доходов (например, акции стороннего эмитента, находящиеся в собственности фирмы и показанные в активе ее баланса, могут приносить доход в виде дивидендов, а также отложенный к получению доход от рос-

та курсовой цены), а с другой стороны, потенциально нести убыток¹ (например, в случае обвального падения курса ценных бумаг стороннего эмитента, когда текущая цена опускается ниже себестоимости, по которой эти бумаги приобретались).

Что касается финансовых обязательств, то, например, привлечение крупных объемов заемного капитала в виде облигационного займа или банковского кредита означает повышение финансового риска компании и при определенных обстоятельствах может приводить к ухудшению ее положения на рынке капитала и усложнению связей с контрагентами.

Поскольку данные о финансовых активах, обязательствах, инструментах отражаются в балансах компаний, не случайно в последние годы активно обсуждается проблема транспарентности (прозрачности) публичной отчетности, ее доступности инвесторам, кредиторам, контрагентам. Бухгалтерская отчетность содержит показатели о различных видах средств, капитала и обязательств фирмы, однако именно финансовые активы и обязательства имеют при определенных обстоятельствах первостепенную значимость для вынесения суждения об устойчивости финансового состояния фирмы. Причин тому много, однако основная из них – исключительная волатильность и переменность стоимостной оценки подобных статей. Никакой другой актив не обладает подобными свойствами. Стоимостная оценка любого материального актива может меняться, но не критически резко. Иное дело финансовые активы и обязательства. В отношении их оценки ситуация может меняться стремительно, причем дело усугубляется каскадным эффектом. Кроме того, существенную роль в формировании подобных тенденций играют факторы субъективизма и психологии.

Необходимость упорядочения ситуации с принципами и техникой представления данных в публичной отчетности уже давно осознается представителями бухгалтерских и финансовых кругов. Не случайно именно МСФО, посвященные оценке и представлению в отчетности финансовых инструментов, получили наибольший резонанс в финансовом мире. Среди множества проблем и способов их решения, имеющих отношение к идентификации финансовых инструментов, активов и обязательств, их оценке и представлению в отчетности, вероятно, именно оценка является наиболее критической. Речь идет, в частности, о возможности, целесообразности и правомерности выбора между

¹ В качестве примера упомянем о печально знаменитой компании «Enron» (крупнейший энергетический трейдер США), акции которой в октябре-ноябре 2001 г. упали в цене более чем на 80%, что привело ее к банкротству, а многих контрагентов и инвесторов – к крупным убыткам.

себестоимостью и так называемой справедливой стоимостью актива. Эта проблема будет рассмотрена в гл. 8.

Материалы для самостоятельной работы

Дайте определение следующим ключевым понятиям: ценная бумага, финансовый инжиниринг, международные стандарты финансовой отчетности, финансовый инструмент, финансовый актив, финансовое обязательство, первичный финансовый инструмент, дериватив, договор, хеджирование, спекулирование, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, заем, вексель, конвертируемая облигация, кредит, лизинг, опцион, форвард, фьючерс, варрант, своп.

Вопросы для обсуждения

1. Охарактеризуйте специфические черты ценной бумаги.
2. В чем смысл привилегированности привилегированной акции?
3. Есть ли ограничения на долю привилегированных акций в уставном капитале? Если да, то чем это обусловлено?
4. Существует ли взаимосвязь между процессом разработки и внедрения международных стандартов финансовой отчетности и финансовыми инвестициями? Если да, то в чем ее суть?
5. В чем особенности работы финансового аналитика и финансового инженера?
6. Что является основанием возникновения обязательства? Приведите примеры.
7. Дайте характеристику финансовых договоров.
8. Дайте характеристику финансовых активов и обязательств.
9. Опишите принципиальные различия между долевыми и долговыми финансовыми инструментами.
10. Охарактеризуйте принципиальные различия между государственными и корпоративными облигациями.
11. Какие основные цели достигаются с помощью финансовых инструментов?
12. В чем принципиальная разница между первичными и производными финансовыми инструментами? В чем смысл производности?
13. Дайте характеристику производных финансовых инструментов.
14. В чем смысл хеджирования? Приведите примеры.
15. В чем принципиальные различия между форвардами и фьючерсами?
16. Почему операционная аренда не рассматривается как финансовый инструмент?
17. Какие виды оценки финансовых активов и инструментов вы знаете? В чем принципиальные различия между ними?
18. Каким образом финансовые инструменты оказывают влияние на прозрачность финансовой отчетности?

Глава 4

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ИНСТИТУТЫ В КОНТЕКСТЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИРМЫ

После изучения этой главы вы сможете получить представление:

- о сущности и месте финансовых рынков и институтов в финансовой системе страны;
- видах финансовых рынков;
- сути финансовых потоков, связывающих фирму и рынок капитала;
- участниках и видах деятельности на рынке ценных бумаг;
- назначении и роли фондовой биржи;
- типовых функциях, выполняемых финансовыми институтами;
- финансовых индексах и рейтингах.

Финансовые рынки и институты являются экономическими категориями, сами по себе представляющими интерес с позиции как науки, так и практики. Вместе с тем ни одно крупное предприятие рыночной экономики не может обойтись без них или по крайней мере не может игнорировать операции и процессы, ими инициируемые и (или) осуществляемые. Именно этим обстоятельством объясняется то, что финансовый менеджер должен, как минимум, понимать принципы организации и функционирования финансовых рынков и институтов.

Как было показано в предыдущих разделах, финансовый менеджмент в широком смысле представляет собой управление финансовыми потоками, конечной целью которого является удовлетворение интересов всех сторон, участвующих в инициировании (т. е. в оглашении оферты¹) и организации (т. е. осуществлении, фактической реализации) этих потоков. Инициация финансовых потоков делается финансовыми донорами и реципиентами. Первые имеют возможность предоставить финансовые ресурсы, вторые знают, как ими распорядиться, т. е. имеют портфель проектов, инвестировав средства в которые, можно получить доход, достаточный для возврата привлеченных средств и вознаграждения их собственников. Функционирование финансовых потоков реализуется с помощью организационно-инструменталистской триады: **{рынки, институты, инструменты}**. На рынках имеет место аккумулярование предложений по инвестированию и финансированию, поиск и сведение вместе конкретных

¹ Оферта (от лат. *offero* – предлагаю) – предложение заключить договор, содержащее все его существенные условия.

реципиентов и доноров, причем открытость рынка в большей или меньшей степени способствует оптимизации денежных потоков. Поиск и сведение финансовых доноров и реципиентов берут на себя финансовые институты, профессионально работающие на финансовом рынке. Практическая реализация предложений инвестиционного и финансового характера, т. е. организация возмездного и взаимовыгодного перелива денежных средств от их поставщика (донора) к потребителю (реципиенту), осуществляется с помощью рыночных инструментов, позволяющих наиболее эффективно удовлетворить цели конкретных участников операции. Один из элементов упомянутой триады – финансовые инструменты – охарактеризован в предыдущей главе; настоящая глава посвящена краткому описанию двух других ее элементов.

4.1. Финансовые рынки

4.1.1. Виды финансовых рынков

Как показывает мировой опыт, реальная рыночная экономика немыслима без финансовых рынков и институтов. На этом тезисе, по существу, и построена неоклассическая теория финансов; кроме того, его доказательство без труда можно найти в исследованиях по макро- и микроэкономике. В частности, в 1973 г. американские ученые Э. Шоу (E. Shaw) и Р. Маккиннон (R. McKinnon) независимо друг от друга разработали макроэкономические концепции финансового расширения (*financial deepening*) и финансового угнетения (*financial repression*). Концепция финансового расширения означает, что становление и развитие финансовых рынков и институтов является необходимым условием экономического развития, причем аккумуляция финансовых активов должно идти более высокими темпами, нежели аккумуляция нефинансовых активов. Финансовое подавление означает систематический контроль (со стороны государства или олигополий¹) за финансовыми рынками, осуществляемый, главным образом, путем контролирования и регулирования процентных ставок.

¹ Напомним, что *олигополия* представляет собой тип структуры рынка, характеризующийся следующими признаками: (а) малое число фирм и большое число покупателей; (б) однородность или дифференцируемость продуктов; (в) труднодоступный вход на рынок. Знаменитый английский мыслитель Т. Мор (Thomas More, 1478–1535), который ввел в оборот этот термин, определял олигополию как «рынок немногих», имея в виду, что фирмы-продавцы могут диктовать покупателям свою ценовую политику; некоторые экономисты склоняются к тому, чтобы олицетворять ее с «конкуренцией немногих» (подробнее см.: [Гальперин, Игнатьев, Моргунов, т. 2, с. 164–167]).

В случае если рыночная экономика находится в стадии становления, нередко имеет место финансовое подавление, что сказывается на роли финансовых институтов, рынков, активов и обязательств в организации финансовых потоков, способов и объектов финансирования и инвестирования. В этом случае преобладают вложения в нефинансовые активы (золото, недвижимость), средства омертвляются, предприятия испытывают недостаток в источниках финансирования и т. п.; нормальное поступательное развитие экономики существенно осложняется. Однако по мере развития и совершенствования институционального устройства экономики финансовое подавление сменяется финансовым расширением.

В системе стратегического финансирования крупных хозяйствующих субъектов, особенно субъектов, являющихся системообразующими для экономики мирового, национального и регионального масштаба, рынки капитала безусловно занимают доминирующее место. Рассмотрим сущность и виды финансовых рынков и место в них рынков капитала.

Деятельность большинства компаний, особенно крупных, тесным образом связана с различными финансовыми рынками, каждый из которых представляет собой организованную или неформальную систему торговли финансовыми активами и инструментами. На этом рынке происходит обмен деньгами и их эквивалентами, предоставление кредита, мобилизация капитала и др., т. е. реализуются различные комбинации двух типовых финансовых процедур – мобилизации и инвестирования. Основную роль здесь играют финансовые институты, направляющие потоки денежных средств от собственников к заемщикам. Как любой рынок, финансовый рынок предназначен для установления непосредственных контактов между покупателями и продавцами финансовых ресурсов. Принято выделять несколько основных видов финансовых рынков; одна из возможных классификаций приведена на рис. 4.1.

Валютный рынок (Foreign Exchange Market, Forex Market) представляет собой рынок, на котором совершаются валютные сделки. Основой этого рынка являются банки и другие кредитно-финансовые учреждения. *Рынок денежных средств* (Money Market) представляет собой рынок, на котором обращаются активы со сроками погашения не более года. *Рынок золота* (Gold Market) – это рынок, на котором совершаются наличные, оптовые и другие сделки с золотом, в том числе со стандартными золотыми слитками. Основной объем операций с физическим золотом осуществляется между банками и специализированными фирмами; фьючерсная и опционная торговля золотом сконцентрирована на срочных биржах.

Рынок капитала (Capital Market) представляет собой рынок, на котором аккумулируются и обращаются долгосрочные капиталы и долговые обязательства. Это основной вид финансового рынка в условиях рыночной экономики, с помощью которого компании изыскивают источники финансирования своей деятельности. Он может быть подразделен на *рынок долевых ценных бумаг* (Stock Market) и *рынок ссудного капитала* (Bond Market, Credit Market).

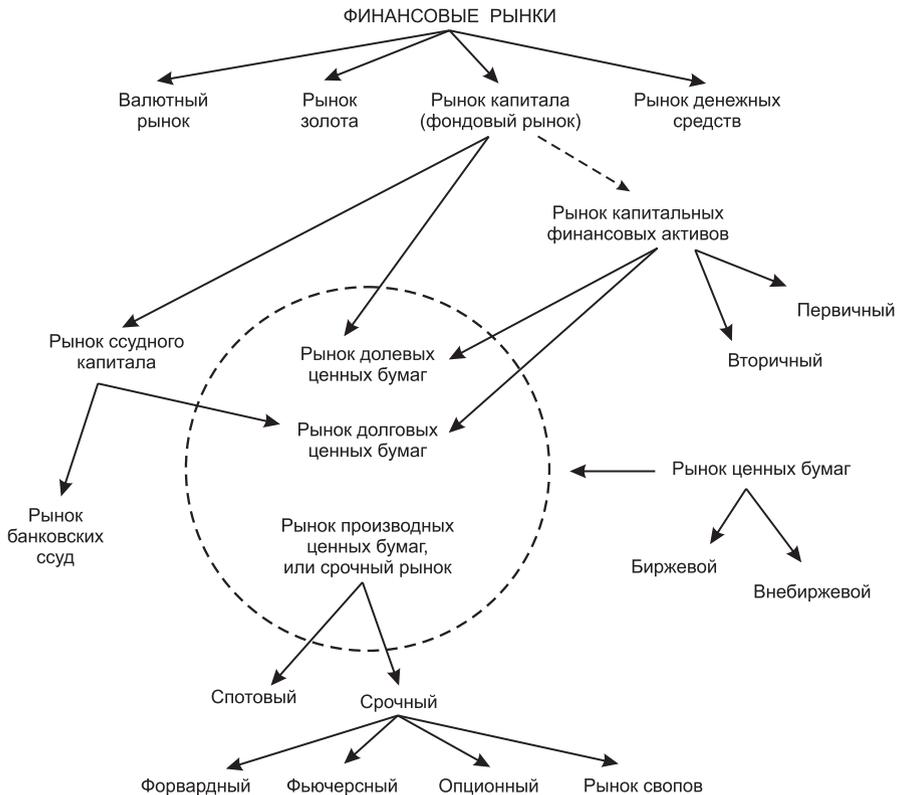


Рис. 4.1. Вариант классификации финансовых рынков

Важнейшим сегментом рынка капитала является рынок капитальных финансовых активов, к которому относятся рынки долевых и долговых ценных бумаг. В наиболее общем виде схема движения денежных потоков, связывающих фирму и рынок капитала, представлена на рис. 4.2. Приведенная схема относится к акционерным обществам открытого типа, предприятия других форм собственности также могут взаимодействовать с рынками капитала, выступая на них в роли инвесторов и спекулянтов.

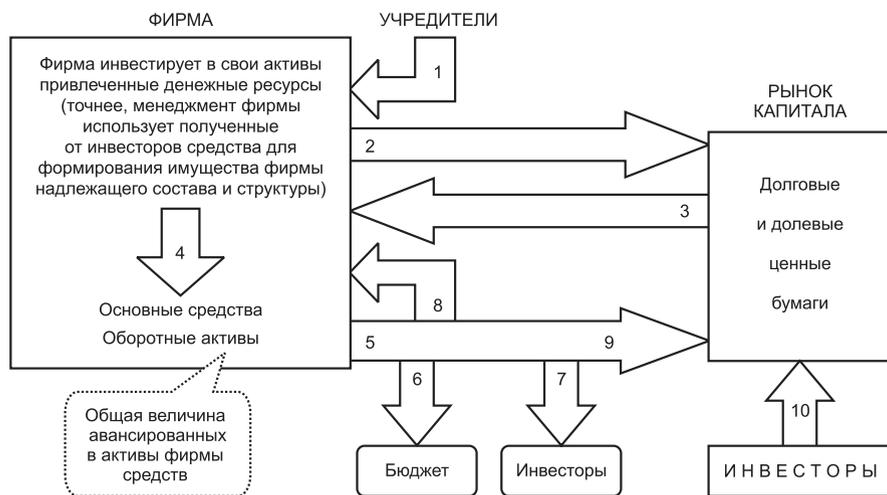


Рис. 4.2. Финансовые потоки, связывающие фирму и рынок капитала

Примечание. Логика денежных потоков заключается в следующем:

1 – финансирование деятельности фирмы за счет капитала ее учредителей (имеет место на этапах создания и становления фирмы);

2 – фирма выходит на рынок капитала со своими ценными бумагами с целью привлечения долгосрочных источников финансирования (периодически имеет место на этапе рутинного функционирования фирмы);

3 – привлечение средств инвесторов, приобретающих эмитированные фирмой долевые и долговые ценные бумаги, т. е. в обмен на выпущенные ценные бумаги с первичного рынка поступают денежные средства (имеет место на этапе функционирования фирмы в стабильном режиме как результат выхода ее на фондовый рынок; является следствием предыдущего действия);

4 – инвестирование полученных финансовых ресурсов в основные средства и оборотные активы;

5 – генерирование денежного потока как результата успешной деятельности фирмы;

6 – уплата предусмотренных законом налогов и другие отчисления;

7 – выплата фактическим инвесторам (собственникам и лендерам) причитающегося им регулярного дохода по итогам отчетного периода; имеются в виду: (а) дивиденды собственникам (обычно трактуется как часть совокупной прибыли, состоящей из двух компонентов – прибыли отчетного периода и прибыли, реинвестированной в активы фирмы по итогам предыдущих периодов) и (б) проценты лендерам;

8 – реинвестирование в активы фирмы части прибыли (т. е. денежные средства не изымаются собственниками, а вкладываются в нефинансовые активы фирмы);

9 – направление на рынок капитала части прибыли в виде финансовых инвестиций (т. е. денежные средства как результат прибыльной работы используются для приобретения ценных бумаг в целях создания страхового запаса денежных эквивалентов или инвестирования временно свободных денежных средств для получения текущего дохода);

10 – направление инвесторами свободных денежных средств на рынок капитала.

Рынок капитальных финансовых активов подразделяется на первичный и вторичный. *Первичный рынок* ценных бумаг (Primary Market) представляет собой рынок, обслуживающий выпуск (эмиссию) и первичное размещение долговых и долевых ценных бумаг. Именно на этом рынке компании получают необходимые финансовые ресурсы путем продажи своих ценных бумаг. Выход компании на рынок со своими ценными бумагами возможен лишь при условии включения ее в листинг данной биржи, что в свою очередь предполагает выполнение компанией ряда условий в отношении числа акций в обращении, капитализации, уровня прибыли и др. *Вторичный рынок* (Secondary Market) предназначен для обращения ранее выпущенных долговых и долевых ценных бумаг. На вторичном рынке компании не получают финансовых ресурсов непосредственно, однако этот рынок является исключительно важным, поскольку дает возможность инвесторам при необходимости получить как денежные средства, вложенные в ценные бумаги, так и доход от операций с ними. Возможность перепродажи ценных бумаг основана на том, что первоначальный инвестор свободен в своем праве владеть и распоряжаться ценными бумагами и может перепродать их другому инвестору. Существование вторичного рынка само по себе стимулирует деятельность первичного рынка.

Долевые и долговые ценные бумаги – это инструменты привлечения капитала на долгосрочной основе. Кроме этого, существуют операции не только фондового характера (т. е. операции по формированию фондов фирмы как долгосрочных источников финансирования ее деятельности), но и краткосрочного характера, в частности, по получению спекулятивного дохода. Последние осуществляются с помощью специально разработанных финансовых инструментов, также представляющих собою ценные бумаги и торгуемые на специальном рынке, называемом *рынком деривативов*, или срочным.

Рынок ценных бумаг (Securities Market), как обобщенное понятие рынков капитальных финансовых активов и производных ценных бумаг (или деривативов), в свою очередь подразделяется на биржевой и внебиржевой, срочный и спотовый.

Биржевой рынок представляет собой рынок ценных бумаг, осуществляемый фондовыми биржами. Порядок участия в торгах для эмитентов, инвесторов и посредников определяется самими биржами. Внебиржевой рынок предназначен для обращения ценных бумаг, не получивших допуска на фондовые биржи. На биржевом рынке обращаются ценные бумаги, прошедшие листинг, т. е. получившие допуск к официальной торговле на бирже. Поскольку условия получения биржевой котировки устанавливаются самой биржей и для некоторых эмитентов могут быть довольно сложными, существует *внебиржевой рынок* (Over-the-Counter Stock Market), на котором обращаются цен-

ные бумаги, не котируемые на фондовых биржах. Внебиржевой рынок может быть довольно объемным. Так, в США в 2000 г. на внебиржевом рынке NASDAQ торговались акции 4734 компаний, а общая рыночная капитализация составила 7,4 трлн долл. (для сравнения: общая рыночная капитализация компаний, котирующих акции на крупнейшей в мире Нью-Йоркской фондовой бирже в 2000 г., составила 11,2 трлн долл.) [Reilly, Brown, p. 121]. В США на внебиржевом рынке продаются: (а) большинство облигаций американских компаний; (б) большинство облигаций государственных и местных органов управления; (в) ценные бумаги открытых инвестиционных трастов (компаний, которые могут постоянно выпускать в обращение дополнительные акции); (г) новые выпуски ценных бумаг; (д) крупные блоки ценных бумаг при их повторном размещении.

На *спотовом рынке* (Spot Market) обмен активов на денежные средства осуществляется непосредственно во время сделки; на *срочном рынке* (Forward Market) осуществляется торговля срочными контрактами, предусматривающими поставку базисных активов в будущем. Срочный рынок, в зависимости от вида торгуемых на нем финансовых инструментов, в свою очередь подразделяется на несколько сегментов: форвардный, фьючерсный, опционный рынки и рынок свопов.

Для финансового менеджера типовой производственно-коммерческой фирмы наибольший интерес представляют рынки ценных бумаг, поскольку, во-первых, здесь совершаются основные сделки с ценными бумагами компаний; во-вторых, именно положение ценных бумаг данной компании на этом рынке служит индикатором успешности ее деятельности со стороны инвесторов; в-третьих, рынок ценных бумаг является основным источником дополнительного финансирования деятельности компании (напомним, что компания-эмитент привлекает финансирование на первичном рынке; что касается вторичного рынка, то от изменения цен на нем доходы получают не эмитенты ценных бумаг, а профессиональные участники рынка).

Состояние финансового рынка характеризуется с помощью специальных индикаторов. На ведущих зарубежных финансовых рынках таковыми являются ставки ЛИБОР (London Interbank Offered Rate, LIBOR), ЛИБИД (London Interbank Bid Rate, LIBID), ФИБОР (Frankfurt Interbank Offered Rate, FIBOR) и др. Так, ставка ЛИБОР представляет собой ставку предложения (продавца) на Лондонском межбанковском рынке депозитов и является важнейшим ориентиром процентных ставок на международном рынке ссудных капиталов. Она рассчитывается по формуле средней арифметической (взвешивания по объемам кредитных ресурсов не производится) индивидуальных ставок группы ведущих лондонских банков на 11 ч. Соответственно, ставка ЛИБИД представляет собой ставку покупателя.

В июле 1994 г. на совещании с участием представителей Центрального банка России, коммерческих банков и информационно-аналитических агентств были утверждены отечественные аналоги индикаторов межбанковского кредитного рынка. Таковыми являются ставки MIBOR, MIBID и MIACR. Ставка МИБОР (Moscow Interbank Offered Rate, MIBOR), или объявленная ставка размещения, представляет собой среднюю величину объявленных ставок по межбанковским кредитам, предоставляемым первоклассным банкам крупнейшими коммерческими банками (Внешторгбанк РФ, Сбербанк РФ, Международный московский банк и др.). Ставка МИБИД (Moscow Interbank Bid Rate, MIBID), или объявленная ставка привлечения, представляет собой среднюю ставку, по которой крупнейшие коммерческие банки готовы купить межбанковский кредит. Ставка МИАКР (Moscow Interbank Actual Credit Rate, MIACR) представляет собой среднюю фактическую ставку по межбанковским кредитам в этих банках.

4.1.2. Участники и виды деятельности на рынке ценных бумаг

В отличие от рынка продукции, благ и услуг, рынок ценных бумаг имеет отчетливо выраженную специфику, проявляющуюся в предъявлении к его участникам определенных требований организационно-правового и профессионального характера, а также в регламентировании видов деятельности на рынке.

Участниками рынка ценных бумаг являются:

- эмитенты ценных бумаг – хозяйствующие субъекты, стремящиеся получить дополнительные источники финансирования, а также органы исполнительной власти и органы местного самоуправления, выпускающие займы для покрытия части государственных и муниципальных расходов. Они несут полную ответственность по обязательствам перед владельцами ценных бумаг;
- владельцы ценных бумаг – лица, которым эти бумаги принадлежат на праве собственности или ином вещном праве. Ими становятся физические и юридические лица, имеющие временно свободные денежные средства и желающие инвестировать их для получения дополнительных доходов. Различают институциональных инвесторов – страховые компании, пенсионные фонды, взаимно-сберегательные фонды и др., и прочих инвесторов – население, предприятия и организации. Инвесторы приобретают ценные бумаги от своего имени и за свой счет;
- профессиональные участники рынка ценных бумаг – юридические лица (в том числе кредитные организации) и граждане (физические лица), зарегистрированные в качестве предпринимате-

лей, которые осуществляют виды деятельности, указанные в гл. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» (от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ с последующими изменениями).

К предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг относятся следующие ее виды:

- *брокерская* деятельность, в качестве которой признается совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами поверенными или комиссионерами, действующими на основании договора поручения или комиссии, а также доверенности на совершение таких сделок при отсутствии в договоре указаний на полномочия поверенного или комиссионера. Профессиональный участник в этом случае именуется брокером;
- *дилерская* деятельность – совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством их покупки и (или) продажи по ценам, объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность. Профессиональный участник в этом случае именуется дилером. В качестве дилера может выступать только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией;
- деятельность *по управлению ценными бумагами* – осуществление юридическим лицом или индивидуальным предпринимателем от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления финансовыми активами, переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу, в интересах этого лица или указанных им третьих лиц. К таким активам относятся: ценные бумаги, денежные средства, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги, денежные средства и ценные бумаги, получаемые в процессе доверительного управления. Профессиональный участник в этом случае именуется управляющим;
- *клиринговая* деятельность – деятельность по определению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним), их зачету при поставках ценных бумаг и расчетам по ним;
- *депозитарная* деятельность – оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги. Эти услуги могут оказываться только юридическим лицом, которое именуется в данном случае депозитарием;
- деятельность *по ведению реестра владельцев* ценных бумаг – деятельность, подразумевающая сбор, фиксацию, обработку, хранение и предоставление данных, составляющих систему ве-

дения реестра владельцев ценных бумаг. Эти услуги могут оказываться только юридическим лицом, которое именуется в данном случае держателем реестра (регистратором). Ведение реестра не допускает совмещения этой деятельности с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Ведение реестра может осуществлять сам эмитент, однако если число владельцев превышает 500, держателем реестра должна быть независимая специализированная организация, являющаяся профессиональным участником рынка ценных бумаг;

- деятельность *по организации торговли* на рынке ценных бумаг – предоставление услуг, способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка.

Развитие отечественного рынка ценных бумаг связано с решением многих проблем. Одной из наиболее важных является слабая регламентированность рынка. Так, в течение длительного времени многие фирмы работали на фондовом рынке без лицензий, необходимых для работы с ценными бумагами и операций по привлечению средств населения. Эмиссия нередко проводилась в размерах, не согласованных с Министерством финансов, что приводило к появлению на рынке ничем не обеспеченных ценных бумаг (суррогатов). Повсеместно процветала запрещенная указом Президента России реклама будущих доходов, при этом многие фирмы практиковали самокотировку своих акций, что приводило фактически к построению финансовых пирамид. Процедура регистрации акционеров в реестре не соблюдалась, бухгалтерский учет нередко велся с большими нарушениями. Эти и другие недостатки отечественного рынка приводили к существенной девальвации идеи фондового рынка как одного из наиболее эффективных механизмов перелива капитала из одной сферы экономики в другую.

4.1.3. Фондовая биржа

Организация взаимодействия между участниками рынка ценных бумаг, т. е. его функционирование, осуществляется с помощью фондовых бирж, занимающих ключевое место в системе инфраструктурных организаций рынка. Фондовая биржа является основным организованным финансовым рынком, т. е. местом, где осуществляются операции с ценными бумагами, а процесс ценообразования происходит стихийно. В настоящее время в мире насчитывается около 150 фондовых бирж. Наиболее крупные из них – Нью-Йоркская, Токийская, Лондонская (табл. 4.1).

Таблица 4.1

Крупнейшие фондовые биржи мира

Биржа	Год основания	Число компаний в листинге	Общая рыночная капитализация
Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange, NYSE) (под именем NYSE действует с 1863 г.)	1792	3000	13 трлн долл
Токийская фондовая биржа (Tokio Stock Exchange, TSE)	1878	1700	300,2 трлн иен (т. е. 2,4 трлн долл.)
Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange, LSE)	1773	2600	374 млрд фунтов

Источник: [Reilly, Brown, p. 114–117].

Начало биржевого дела связывают с деятельностью так называемых вексельных ярмарок, проходивших в крупных западноевропейских городах в XIII–XV вв. Поначалу это были обычные купеческие собрания, организационно оформившиеся в дальнейшем в товарные биржи. По мере развития биржевого дела стали появляться отдельные операции с финансовыми инструментами, типовые для современных срочных бирж (например, торговля векселями и обменные операции с валютой). Время фондовых бирж пришло значительно позднее и связано с появлением акционерного капитала. В литературе можно найти годы создания старейших бирж: в Антверпене – 1531, в Тулузе и Лионе – 1549, в Руане – 1558, в Гамбурге – 1558, в Лондоне – 1566, в Бурже – 1570, в Амстердаме – 1586 и др. В этой связи О. Штиллих справедливо отмечает условность подобных дат и пишет, что «как Рим не выстроен был в один день, так же не могут такие организации, как биржа, возникнуть в один год» [Штиллих, с. 275].

В России купеческие собрания с биржевым характером происходили еще в эпоху Великого Новгорода, однако первая регулярная биржа, созданная по типу Амстердамской, появилась в Санкт-Петербурге лишь в 1703 г. Она была единственной в России почти в течение столетия. Следующая биржа открылась в Одессе в 1796 г., далее последовали Варшавская (1816 г.) и Московская (1837 г.). К 1917 г. в России функционировало несколько десятков бирж. Несмотря на солидную временную традицию, биржевое дело в дореволюционной России так и не получило сколько-нибудь значимого развития. В статье Ю. Филиппова о российских биржах, опубликованной в 1912 г. как послесловие к книге Штиллиха, отмечается, что «... биржевая торговля в Рос-

сии, несмотря на достигнутые успехи в смысле территориального распространения, носит на себе черты значительной отсталости... Русская биржевая техника в своем развитии идет теми же путями, что и западноевропейская, но находится пока в более ранней стадии совершенства» [Штиллих, с. 282]. Отмеченное, естественно, в полной мере относилось и к операциям с финансовыми активами. Так, Фондовый отдел в Санкт-Петербургской бирже был создан лишь в 1900 г.

Биржевое движение в постсоветской России началось в 1990 г. За это время число фондовых бирж быстро увеличивалось и к середине 1994 г. достигло 70. В дальнейшем их число стало сокращаться и к середине 1997 г. в стране действовало около 20 бирж. Тем не менее, по сравнению с экономически развитыми странами, эта цифра все еще довольно велика. Так, Великобритания имеет 6 бирж, США и Франция – по 7, Германия и Япония – по 8, Индия – 14 [Reilly, Brown, p. 146–148]. Если исходить из логики централизации биржевого дела, то в ближайшие годы количество российских бирж должно сократиться до 8–10. Незрелость фондового рынка отражается и на объеме операций с ценными бумагами. На крупнейших мировых биржах среднемесячный объем операций может достигать 500 млн долл., на крупнейших отечественных биржах – на 2-3 порядка меньше.

Для крупной фирмы присутствие в листинге солидной биржи является не только имиджевым событием, но и возможностью иметь доступ к существенным источникам финансирования. Не случайно многие фирмы пытаются выйти со своими ценными бумагами не только на национальные, но и на зарубежные фондовые рынки. Так, на начало 2001 г. 434 иностранные фирмы котировали свои бумаги на Нью-Йоркской фондовой бирже [Reilly, Brown, p. 84].

В международной практике биржевого дела является обычным, когда биржи предъявляют также ряд требований, порой весьма жестких, к компаниям, желающим быть зарегистрированными на бирже. Эти требования носят специфический характер, т. е. определяются самой биржей. Так, для того чтобы быть допущенной в листинг Нью-Йоркской фондовой биржи, компания должна удовлетворять следующим минимальным критериям (данные на 2001 г.) [Reilly, Brown, p. 114–115]:

- налогооблагаемая годовая прибыль в большинстве предшествующих лет – 2,5 млн долл.;
- налогооблагаемая годовая прибыль в последние 2 года – по 2,0 млн долл.;
- количество эмитированных акций – 1,1 млн;
- рыночная цена публично торгуемых акций – 100 млн долл.;
- число акционеров, владеющих лотами 100 акций и более, – 2000.

Заметим, что владение торговым местом на солидной фондовой бирже обходится недешево, но и представляет собой весьма выгодное вложение капитала. Так, в 1999 г. торговое место на NYSE было продано за рекордную сумму – в 2,65 млн долл.; в 2000 г. цена места колебалась от 1,65 до 2 млн долл. [Reily, Brown, p. 116].

Далеко не каждая компания имеет шансы выйти со своими ценными бумагами на солидную действующую биржу, причем дело здесь не только в существенности объемных характеристик, но и в необходимости соблюдать временные ограничения. Вместе с тем спецификой сегодняшнего бизнеса является его исключительная динамика, свойственная прежде всего компаниям, связанным с высокими технологиями (так называемые *high tech companies*). Акции этих компаний выглядят весьма привлекательными для отдельных групп инвесторов, однако по формальным признакам такие компании не могут пройти листинг на традиционных биржах. Именно поэтому в свое время начали создаваться альтернативные рынки капитала, среди которых наибольшую известность получила система компьютеризированной внебиржевой котировки акций в США «Автоматизированные котировки национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам» (National Association of Securities Dealers Automated Quotations, NASDAQ). Данная система находится в ведении негосударственной организации брокеров и дилеров в США, известной как Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers).

Система NASDAQ, созданная в 1971 г., объединяет около 3500 дилеров и позволяет получать котировки более чем по 4500 ценным бумагам. Процедура листинга в NASDAQ упрощена, а минимальные требования к эмитентам изложены в виде двух наборов так называемых стандартов. Для того чтобы быть включенной в листинг NASDAQ, компания должна удовлетворять одному из первых трех стандартов; возможность пребывания в листинге определяется тем обстоятельством, удовлетворяет ли компания одному из стандартов второго набора (табл. 4.2).

Таблица 4.2

Требования NASDAQ для включения в листинг

Требование	Включение в листинг			Пребывание в листинге	
	Стандарт 1	Стандарт 2	Стандарт 3	Стандарт 1	Стандарт 2
Чистые материальные активы, млн долл.	6	18	–	4	–
Рыночная капитализация, млн долл.	–	–	75 <i>или</i>	–	50 <i>или</i>
Стоимость всех активов, млн долл.	–	–	75	–	50

Окончание табл. 4.2

Требование	Включение в листинг			Пребывание в листинге	
	Стандарт 1	Стандарт 2	Стандарт 3	Стандарт 1	Стандарт 2
Совокупная выручка, млн долл.	–	–	и 75	–	и 50
Прибыль до налогообложения (в последнем году или в двух из трех последних лет), млн долл.	1	–	–	–	–
Число публично размещенных акций (за вычетом акций, принадлежащих менеджерам эмитента, а также бенефициарам, каждый из которых владеет более чем 10% акций), тыс.	1100	1100	1100	750	1100
Операционная история (или бизнес-история), лет	–	2	–	–	–
Рыночная стоимость публично размещенных акций, млн долл.	8	18	20	5	15
Минимальная цена покупателя (курс), долл.	5	5	5	1	5
Число акционеров, владеющих лотами не менее чем в 100 акций	400	400	400	400	400
Число маркетмейкеров	3	3	4	2	4
Наличие системы корпоративного управления	да	да	да	да	да

Источник: [Reilly, Brown, p. 123].

Примечание: под бенефициарами понимаются так называемые подлинные владельцы акций, которые могут быть зарегистрированы на другие лица.

Несмотря на рисковость, новая площадка, благодаря происшедшему в середине 1980-х гг. буму в сфере новых технологий, стала весьма популярной, а в 1994 г. годовой объем торгов акциями на NASDAQ впервые превысил показатели ее главного конкурента NYSE. Основным преимуществом NASDAQ является оперативность: все котировки становятся доступными дилерам немедленно. Учитывая положительный опыт американцев, страны Европейского сообщества в 1996 г. создали в Брюсселе европейский аналог NASDAQ – «Автоматизированную систему котировки Европейской ассоциации дилеров по ценным бумагам» (European Association of Security Dealers Automated Quote System, EASDAQ). В настоящее время в нашей стране дискутируется вопрос о целесообразности создания русской NASDAQ – рынка акций высокотехнологичных компаний с минимальными требованиями к капиталу котирующихся на нем компаний.

Что касается трактовки биржи как элемента рыночной экономики в контексте российского законодательства, то согласно Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (с изменениями) фондовой биржей признается только организатор торговли на рынке ценных бумаг, не совмещающий деятельность по организации торговли с иными видами деятельности, за исключением депозитарной и клиринговой. Биржа создается в форме некоммерческого партнерства и предназначена для организации торгов только между ее членами. Другие участники рынка ценных бумаг могут совершать операции на бирже исключительно через посредничество членов биржи.

Членами фондовой биржи могут быть любые профессиональные участники рынка ценных бумаг, которые осуществляют деятельность, подпадающую под определение профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг в соответствии с гл. 2 Федерального закона № 39-ФЗ. Порядок вступления в члены фондовой биржи, выхода и исключения из членов фондовой биржи, равно как и минимальные обязательные требования к инвестиционным институтам, необходимые для вступления в члены биржи, а также квалификационные требования к представителям членов на биржевых торгах, определяются фондовой биржей самостоятельно на основании ее внутренних документов.

Фондовая биржа вправе устанавливать количественные ограничения числа ее членов. Финансирование деятельности фондовой биржи может осуществляться за счет продажи собственных акций, дающих право вступить в ее члены; регулярных (как правило, ежегодных) членских взносов членов фондовой биржи; биржевых сборов со сделок, осуществляемых на бирже; иных доходов. Фондовая биржа организует торговлю только между членами биржи. Другие участники рынка ценных бумаг могут совершать операции на бирже исключительно через посредничество членов биржи. Являясь некоммерческой организацией, биржа не преследует цели получения собственной прибыли. Она предоставляет своим участникам помещение для операций с ценными бумагами, оказывает расчетные и информационные услуги, получая за это комиссионные. Таким образом, ее работа основана на принципах самокупаемости, причем члены биржи не получают доходов от ее деятельности.

В мировой практике различают два основных вида бирж: (а) замкнутая биржа, в торгах на которой могут принимать участие лишь члены биржи; (б) биржа со свободным доступом посетителей. Российским законодательством предусмотрено существование только замкнутых бирж, при этом сдача брокерских мест в аренду нечленам фондовой биржи не допускается.

Исключительным предметом деятельности биржи является обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночной цены и надлежащее распространение информации о них. Ее основными функциями являются организация операций по продаже и покупке ценных бумаг, перераспределение финансовых ресурсов, предоставление эмитентам ценных бумаг дополнительных финансовых ресурсов, предоставление сберегателям возможности сохранения и выгодного использования накопленных ими денежных средств, информационное обеспечение агентов биржевого рынка, выявление рыночной стоимости ценных бумаг и др.

К обращению на фондовой бирже допускаются:

- ценные бумаги в процессе размещения и обращения, прошедшие предусмотренную законодательством процедуру эмиссии и включенные фондовой биржей в список ценных бумаг, допускаемых к обращению на бирже в соответствии с ее внутренними документами; ценные бумаги, не включенные в список обращаемых на фондовой бирже, могут быть объектом сделок на бирже в порядке, предусмотренном ее внутренними документами;
- иные финансовые инструменты в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Фондовая биржа не вправе заниматься деятельностью в качестве инвестиционного института, а также выпускать ценные бумаги за исключением собственных акций. Обязательным условием деятельности биржи является наличие соответствующей лицензии.

Как и в западной практике, в нашей стране предусмотрено, что фондовая биржа самостоятельно устанавливает процедуру включения в список ценных бумаг, допущенных к обращению на бирже, и исключения из него.

В частности, согласно постановлению Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) от 4 января 2002 г. № 1-пс «Об утверждении положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг» должны предусматриваться: (а) правила листинга, определяющие условия и порядок включения ценных бумаг в котировальные листы «А» (первого и второго уровней) и «Б», и (б) порядок контроля за соответствием ценных бумаг требованиям организатора торговли, а также исключения ценных бумаг из указанных котировальных листов (делистинг ценных бумаг). Условия включения в котировальные листы специфицируются.

Так, в число требований, предъявляемых к ценным бумагам для включения их в котировальные листы «А», входят: (а) обязательная государственная регистрация выпуска ценных бумаг эмитента; (б) отсутствие у эмитента убытков по итогам двух лет из последних трех (а в случае существования эмитента менее трех лет – за весь срок его

существования); (в) рыночная стоимость всех ценных бумаг (включая рыночную стоимость ценных бумаг той же категории (типа) или серии, отдельные выпуски которых уже допущены к обращению у любого организатора торговли) должна составлять: для акций – не менее 300 млн руб., для облигаций – не менее 30 млн руб.

Если речь идет о котировальном листе «А» первого уровня, дополнительно к вышеперечисленному должны соблюдаться следующие условия: (а) срок деятельности эмитента ценных бумаг с момента его образования должен быть не менее 3 лет; (б) количество акционеров эмитента при включении в котировальный лист акций должно быть не менее 1000; (в) стоимость чистых активов эмитента ценных бумаг должна составлять не менее 500 млн руб.; (г) рассчитанная по итогам последних 6 мес. средняя сумма сделок с ценными бумагами за месяц (включая ценные бумаги, отдельные выпуски которых той же категории (типа), серии уже включены в котировальный лист «А» первого уровня) должна быть: для акций – не менее 2 млн руб., для облигаций – не менее 400 тыс. руб. Если речь идет о котировальном листе «А» второго уровня и о котировальном листе «Б», то перечисленные нормативы существенно снижаются.

С 1997 г. проводится работа по упорядочению функционирования и лицензированию российских бирж. Так, лицензия № 1 на право деятельности в качестве фондовой биржи весной 1997 г. была вручена представителями ФКЦБ некоммерческому партнерству «Фондовая биржа «Санкт-Петербург»». Новый финансовый институт был учрежден на базе биржи «Санкт-Петербург» профессиональными участниками рынка ценных бумаг, среди которых 47 инвестиционных компаний, 16 банков, 2 биржи. В последующие годы постепенно осуществлялся вполне обоснованный процесс консолидации биржевого дела. Процесс консолидации биржевого дела продолжается, причем скорее всего не все из действующих бирж смогут получить лицензию ввиду ужесточения требований.

4.2. Финансовые институты: их виды и функции

В организационном плане одним из действительно ключевых элементов финансовой системы любой страны с развитой рыночной экономикой являются финансовые рынки и финансовые институты. Под *финансовым институтом* понимается учреждение, занимающееся операциями по передаче денег, кредитованию, инвестированию и заимствованию денежных средств с помощью различных финансовых инструментов. Основное назначение *финансового института* – организация посредничества, т. е. эффективного перемещения денежных средств (в прямой или опосредованной форме) от сберегателей к заем-

щикам. Первые представляют собой, образно говоря, обладателей «мешка денег», т. е. они готовы передать их за вознаграждение лицу, испытывающему финансовый голод; вторые имеют в портфеле выгодный инвестиционный проект, но не располагают достаточными для его реализации источниками финансирования.

К финансовым институтам относятся банки, сберегательные институты (кассы), страховые и инвестиционные компании, брокерские и биржевые фирмы, инвестиционные фонды и т. п. Финансовый институт призван обеспечить согласование различных потребностей сберегателей и заемщиков. Первые заинтересованы прежде всего в надежном и относительно безрисковом размещении собственных средств, подразумевающим (а) ликвидность, т. е. легкость доступа к своим денежным средствам в случае необходимости, и (б) получение долгосрочного дохода по приемлемой ставке; вторые – в возможности мобилизации денежных средств в требуемом объеме для осуществления различных инвестиционных программ и текущих расходов.

Финансовые институты выполняют следующие функции: (1) сбережение финансовых ресурсов (saving); (2) собственно посредничество (intermediation); (3) финансовая трансформация (maturity transformation); (4) передача риска (risk transfer); (5) организация валютных операций (foreign exchange operations); (6) содействие ликвидности (liquidity); (7) организация операций по изменению организационно-правовых форм компаний (going public and going private transactions). Приведем краткую их характеристику.

Сбережение финансовых ресурсов. Появление этой функции предопределяется широко распространенной необходимостью накопления денежных средств для их последующего использования (целевого инвестирования или потребления). Безусловно, средства можно накапливать не прибегая к помощи финансовых институтов, однако это менее выгодно и небезопасно.

Посредничество, как уже отмечалось, является основной функцией финансовых институтов и логично дополняет функцию сбережения, поскольку, аккумулируя сберегаемые денежные средства и будучи вынужденным платить за них, финансовый институт должен озаботиться их использованием, приносящим доход, которого будет достаточно не только для выплат сберегателям, но и для получения собственного дохода. Таким образом, средства идут от сберегателя к заемщику, а собственно процесс передачи средств сопровождается возникновением обязательств по их возврату и вознаграждению (рис. 4.3).

Финансовый посредник, получив денежные средства, выдает взамен обязательство вернуть их на определенных условиях. В свою очередь, полученные средства в определенной комбинации предоставляются финансовым посредником некоторому заемщику также под обя-

зательство их возврата с вознаграждением. В зависимости от используемых финансовых инструментов, возврат денежных средств может осуществляться опосредованно, через механизмы рынка капитала.



Рис. 4.3. Финансовое посредничество

Финансовое посредничество выгодно по многим обстоятельствам. Во-первых, далеко не все сберегатели являются специалистами по финансовым операциям, разбирающимися в тонкостях ссудозаемных операций. Во-вторых, даже имея определенные знания в подобных операциях, сберегатель, прибегая к услугам профессионалов, освобождается от необходимости поиска конкретного варианта инвестирования средств, т. е. экономит собственное время и ресурсы для занятия своим основным бизнесом. В-третьих, деньги сберегателя начинают работать. В-четвертых, сберегатель получает доход, заставляя финансового посредника эффективно использовать полученные им средства. В-пятых, с помощью посредников можно диверсифицировать, снизить или передать риск другому лицу. В-шестых, финансовые посредники могут аккумулировать большие объемы денежных средств и после их концентрации вкладывать в проекты, потенциально недоступные мелким инвесторам или сберегателям.

Финансовая трансформация заключается в том, что краткосрочные (финансовые) активы и обязательства могут трансформироваться в долгосрочные. Достигается это, в частности, путем секьюритизации активов, когда кредитное учреждение собирает в пул предоставленные им кредиты, обеспеченные относительно однородным имуществом, и выпускает ценные бумаги под общее обеспечение. Возможен и обратный вариант – «занимать коротко, ссужать длинно». Например, компания нуждается в инвестициях, но не может привлечь необходимый объем денежных средств на долгосрочной основе. Тогда она делает короткие займы и вкладывает их в долгосрочный проект; при этом требуется периодическая пролонгация коротких кредитов, а также уверенность в достаточности текущих доходов для выплаты процентов и основной суммы короткого кредита. Безусловно, здесь выше риск повышения процентных ставок. Необходима определенная уверенность в возобновляемости источников краткосрочного финансирования.

Примерно такая же логика заложена в операции банковских и инвестиционных структур, когда средства, привлеченные на короткий срок, вкладывают в долгосрочный проект. Здесь принимаются во вни-

мание два обстоятельства: (а) аккуратность расчетов с краткосрочными инвесторами и потому недопущение ситуации, когда в условиях паники они одновременно захотят вернуть обратно свои средства (даже и с возможными потерями); (б) в данном случае срабатывает закон больших чисел, когда при наличии множества вкладчиков нивелируются колебания в отношении сумм изымаемых денежных средств.

Передача риска. Подавляющее большинство финансовых операций рисковы по своей природе, поэтому при их осуществлении всегда возникает желание либо избежать риска, либо снизить его уровень. Достигается это различными способами, в частности получением гарантий и обеспечений, передачей части риска финансовому посреднику. Более подробно проблема риска будет рассмотрена в главе 5.

Организация валютных операций. В современной экономике подавляющее большинство компаний связано в той или иной степени с валютными операциями. В развитой рыночной экономике эти операции предопределены желанием компании выйти на международные рынки благ и факторов производства. В развивающейся экономике действуют и другие причины валютных операций – желание создать совместные предприятия, найти иностранного инвестора, открыть зарубежное представительство, приобрести из-за рубежа новую технику и др. Оформление подобных операций в подавляющем большинстве случаев проходит через финансовые институты.

Содействие ликвидности. Любая компания нуждается в наличных денежных средствах (в данном случае речь идет о денежных средствах в кассе и на расчетных счетах), однако каков должен быть их объем – вопрос дискуссионный. Поскольку текущая деятельность (в том числе в отношении притоков и оттоков денежных средств) по определению не может быть жестко предопределенной, всегда возникает проблема создания страхового запаса денежных средств, которым можно было бы воспользоваться, когда, например, наступил срок погашения кредиторской задолженности, но деньги от дебитора, на которые рассчитывала компания, на счет так и не поступили. Самый простой вариант страховки от подобной коллизии – формирование резерва денежных средств – оказывается не самым выгодным, поскольку деньги, лежащие без движения, не только не приносят доход, но, напротив, приводят к убыткам (например, из-за инфляции). Поэтому наиболее разумным является инвестирование денежных средств в высоколиквидные финансовые продукты, предлагаемые финансовыми институтами, например в акции, краткосрочные обязательства.

Организация операций по изменению организационно-правовых форм компаний. Наиболее типичной операцией подобного рода является преобразование компании в ОАО. Логика развития бизнеса такова, что по мере становления компании и расширения масштабов дея-

тельности ее учредители либо становятся не в состоянии обеспечить надлежащее финансирование компании, либо по некоторым причинам не желают этого делать. В этом случае компания меняет организационно-правовую форму, преобразуясь в ОАО и благодаря этому получая возможности дополнительного финансирования. Поскольку подобная процедура сложна и трудоемка, для ее реализации прибегают к помощи специализированного финансового института.

В системе финансовых институтов, вероятно, важнейшая роль принадлежит банкам¹. Они являются активными участниками финансовых рынков, при этом роль их исключительно многоаспектна и не сводится лишь к предоставлению кредитов. Во-первых, они являются эмитентами ценных бумаг – акций, облигаций, векселей, депозитных сертификатов, которые обычно рассматриваются как менее рискованные, по сравнению с ценными бумагами предприятий. Во-вторых, банки занимаются портфельными инвестициями. В-третьих, они предлагают обслуживание других участников фондового рынка (трастовые операции, т. е. управление портфельными инвестициями от имени и за счет клиента, расчетно-платежные операции и депозитарные услуги). В-четвертых, они предоставляют кредиты.

Отечественные предприятия имеют опыт в использовании банковских ссуд как инструмента краткосрочного финансирования деятельности. Что касается опыта взаимоотношений с банками как источниками капитала, то здесь дело обстоит гораздо хуже. Причин тому много: нет опыта и традиций со стороны как предприятий, так и самих банков, сеть коммерческих банков еще только начинает складываться в России (многие коммерческие банки в своей деятельности недалеко ушли от пресловутых ростовщических контор), высокая инфляция и непредсказуемость поведения учетной ставки Центрального банка РФ затрудняют получение долгосрочных ссуд и т. п.

¹ Напомним, что первые банки появились в Италии в XIV в. Особое место в развитии банковского дела в средневековой Европе занимала Флоренция. В 1338 г. в этом городе насчитывалось 80 банков, а к концу столетия – более 100 [Edwards, p. 48]. Первые малоуспешные попытки устройства банков в России имели место в 1733 г., когда императрица Анна Иоановна, «имея в виду недостаток частного кредита, что имело следствием чрезвычайное возвышение процентов, от 12 до 20%, «чего во всем свете не водится», повелела открыть заем из Монетной конторы по 8% и под залог золота и серебра, которые 1/4 долею превосходили бы выданные деньги». Создавая этот банк, государство было озабочено прежде всего достижением своих выгод, которые виделись в привлечении в казну возможно большего количества золота и серебра. Поскольку более упоминаний об этом банке нет, историки полагают, что в полном смысле этого слова он так и не состоялся. Кредитные учреждения, «основанные на началах разумных и точных», как в Западной Европе, появились в России в царствование Елизаветы Петровны [Толстой, с. 233]. 13 мая 1754 г. положено основание Государственному заемному банку в Москве и Санкт-Петербурге.

Банковская система современной России представляет собой явление уникальное. По числу банков, темпам роста, степени регулирования российский банковский сектор заметно превосходит аналогичные показатели не только стран с переходной экономикой, но и подавляющего большинства развивающихся стран. Бурный рост российской банковской системы пришелся на очень короткий период – всего около 8 лет (с 1988 по 1995 г.). За этот период количество банков возросло с 4 до 2500.

Похоже, что в количественном плане к 1995 г. банковская сеть в России достигла своего потолка; не случайно в последующие годы стало наблюдаться уменьшение числа банков. Так, если на 1 марта 1995 г. в стране действовало 2543 банка, то на 1 января 1998 г. – 1697; в настоящее время в стране действует около 1300 банков. Складывающаяся в России банковская сеть отличается высокой степенью территориальной концентрации: значительная часть банков размещается в Москве и Московской области.

В последнее время происходит концентрация банковского капитала. Так, по итогам 1997 г. доля активов 200 крупнейших банков страны, составляющих 11% общего их количества, в совокупных активах банковской системы России равнялась 88,4%, 20 крупнейших банков – 60,2%, а доля активов первых 5 банков – 37,9%. Интересно отметить, что по уровню концентрации отечественная банковская система оставила позади ФРГ, где 3 крупнейших банка управляют 10% активов банковской системы страны, но еще не догнала США (0,9% банков владеют 47,9% активов. В США свыше 15 000 банков), Францию (первые 3 банка владеют 55% активов) и Англию (5 банков владеют 80% активов).

С позиции наращивания числа банков успехи России несомненны. Что касается величины банковского капитала, то здесь дела обстоят гораздо скромнее. К весне 1998 г. совокупные активы отечественной банковской системы оценивались в 135 млрд долл.; на 1 марта 2004 г. эта сумма увеличилась до 5,9 трлн руб. (197 млрд долл.), в то время как активы только одной американской «Citigroup» превышают 1,21 трлн долл.¹

Процесс становления отечественной банковской системы сопровождается определенной протекционистской политикой в отношении отечественных и иностранных коммерческих банков, действующих на территории России. В частности, изначально была установлена квота присутствия иностранного банковского капитала (не выше 12%), однако ввиду слабого интереса иностранцев к российской банковской системе квота оказалась формальной и была отменена в ноябре 2002 г.

¹ Финанс. 2000. № 19. 17–23 мая.

Происшедший в августе 1998 г. финансовый кризис в России в небольшой степени был вызван слабостями отечественной банковской системы. Свою негативную роль сыграла политика государства, не обеспечившего надлежащего правового регулирования и контроля за деятельностью банков, которые получили, образно говоря, «казацкую вольницу», выражавшуюся в доступности получения лицензий на широкий спектр предлагаемых услуг. Абсолютное большинство банков формировались и функционировали как универсальные, т. е. они имели возможность бесконтрольного и не всегда обоснованного привлечения средств населения, участия в весьма рискованных операциях по инвестированию привлеченных средств в ценные бумаги, выделения кредитов для поддержки сомнительных (с позиции кредитоспособности) предприятий реального сектора экономики и т. д. Вместе с тем на Западе уже давно сложился определенный подход к специализации банковского бизнеса, существует и довольно жесткая система ограничений и надзора за деятельностью банков, работающих с населением.

4.3. Инвестиционные институты: их виды и функции

Инвестиционный институт представляет собой юридическое лицо, созданное в любой допускаемой законодательством организационно-правовой форме. Он может осуществлять свою деятельность на рынке ценных бумаг в качестве посредника (финансового брокера), инвестиционного консультанта, инвестиционной компании, инвестиционного фонда.

Инвестиционное консультирование состоит в оказании консультационных услуг по поводу выпуска и обращения ценных бумаг. Деятельность инвестиционной компании осуществляется по двум основным направлениям: (а) организация выпуска ценных бумаг и выдача гарантий по их размещению в пользу третьих лиц; (б) операции с ценными бумагами от своего имени и за свой счет, в том числе путем котировки ценных бумаг, т. е. объявления цены продавца и цены покупателя, по которым компания обязуется соответственно продавать и покупать определенные ценные бумаги. Инвестиционные компании формируют свои ресурсы только за счет средств учредителей и эмиссии собственных ценных бумаг, реализуемых юридическим лицам, и не имеют права привлекать средства населения.

Инвестиционный фонд представляет собой ОАО, аккумулирующее средства мелких инвесторов путем продажи собственных ценных бумаг. Фонд обеспечивает инвестирование собранных средств в ценные бумаги других эмитентов, а также выполняет другие операции на финансовом рынке. Инвестиционные фонды бывают трех типов: открытые, закрытые и чековые. Открытый фонд эмитирует ценные бу-

маги с обязательством их обратного выкупа; закрытый фонд такого обязательства не дает. Чековые инвестиционные фонды создавались на этапе чековой приватизации и совершали операции с приватизационными чеками.

Исключительным видом деятельности инвестиционного фонда является выпуск акций с целью мобилизации денежных средств инвесторов и их вложения от имени фонда в ценные бумаги и на банковские счета. Приобретая акции фонда, инвесторы становятся его владельцами и разделяют в полном объеме риск от финансовых операций, осуществляемых фондом. Успешность таких операций отражается в изменении текущей цены акций фонда. Инвестиционный фонд не вправе направлять более 5% своего капитала на приобретение ценных бумаг одного эмитента, а также приобретать более 10% ценных бумаг одного эмитента. Обязательным условием деятельности инвестиционного фонда является наличие в его штате специалиста по работе с ценными бумагами, имеющего квалификационный аттестат Министерства финансов России на право совершения операций с привлечением средств населения.

Инвестиционный институт вправе начать свою деятельность на рынке ценных бумаг только после получения специальной лицензии, которая может выдаваться как на отдельный вид деятельности, так и на 2-3 из следующих видов деятельности: посредник, инвестиционный консультант, инвестиционная компания. В последние годы, в связи с имевшими место скандалами, связанными с деятельностью инвестиционных компаний, требования к ним ужесточаются.

С позиции возможностей долгосрочного кредитования предприятий большое значение имеет развитие сети инвестиционных банков. Подобные банки активно действуют за рубежом, среди наиболее известных – «Merril Lynch», «Goldman Sachs», «Salomon Brothers». Именно инвестиционные банки активно участвуют в эмиссии новых ценных бумаг, являясь посредниками между эмитентами и потенциальными инвесторами. В России подобные финансовые институты до сих пор не оформились как самостоятельные участники финансового рынка. В действующем законодательстве нет даже упоминания о таком типе банков. Тем не менее многие банки, включая действующие на территории страны иностранные банки, а также ряд специализированных фондов и финансовых компаний, пытаются заниматься привлечением крупных долгосрочных инвестиций.

Такая работа включает технико-экономическое обоснование инвестиционных проектов, включая оценку реальности и потенциальной эффективности проектов; разработку инвестиционных программ и подготовку проектной документации в соответствии с международными стандартами, формирование оптимальных эмиссионных порт-

фелей, формирование оптимальных индивидуальных портфелей ценных бумаг для крупных инвесторов; трастовые услуги, подразумевающие текущее управление инвестиционными портфелями по договоренности, услуги по размещению ценных бумаг эмитентов на рынке.

Известны и другие типичные для инвестиционных банков виды деятельности, в частности пакетирование выданных мелких неликвидных ссуд, идентичных по характеру, срокам и доходу, и выпуск на их основе ценных бумаг, реструктурирование долгов предприятий – потенциальных банкротов путем скупки у банков-кредиторов долговых обязательств предприятий со скидкой и выпуском под них новых акций и др.

В условиях инфляции деятельности инвестиционных банков характерна повышенная степень риска. В банковской практике известны некоторые методы, позволяющие уменьшить риск. Один из таких методов – метод секьюритизации кредитов (Credit Securitization) – предполагает участие двух банков в кредитной операции. Поскольку любая кредитная сделка выполняется в два этапа (разработка условий и заключение сделки; предоставление денег заемщику), суть секьюритизации состоит в том, чтобы эти этапы выполнялись разными банками. В западной практике разработаны различные варианты секьюритизации кредитов (см.: [Кидуэлл, Петерсон, Блэкуэлл]).

В настоящее время весьма активно развивается отечественный рынок межбанковских кредитов. В частности, растут объемы выдаваемых кредитов, увеличивается количество банков-участников. В отличие от других областей финансового рынка, рынок межбанковских кредитов характеризуется высокой ликвидностью и чувствительностью к состоянию других сфер финансовых отношений (валюта, ценные бумаги, государственные долговые обязательства и пр.).

В стране постепенно стали создаваться инвестиционные институты других организационных форм, в частности финансовые компании и финансово-промышленные группы. *Финансовая компания* занимается выпуском ценных бумаг, фондовыми операциями и другими финансовыми сделками, например кредитованием физических и юридических лиц.

Финансово-промышленной группой (ФПГ) является группа предприятий, учреждений, организаций, кредитно-финансовых учреждений и инвестиционных институтов, объединение капиталов которых проведено ее участниками в добровольном порядке либо путем консолидации одним из участников группы приобретаемых им пакетов акций других участников. По сути дела, ФПГ представляет собой организационную форму сращения крупного промышленного капитала и крупного банковского капитала. Формирование ФПГ может осуществляться путем:

- учреждения участниками группы ОАО;
- передачи участниками группы находящихся в их собственности пакетов акций входящих в группу предприятий и учреждений в доверительное управление одному из участников группы;
- приобретения одним из участников группы пакетов акций других предприятий, учреждений и организаций, становящихся участниками группы.

Процесс формирования ФПГ регулируется государством, в частности, путем проведения предварительной экспертизы проекта создания группы, декларирования некоторых ограничений по составу группы, формам собственности участников и др. Создание группы подтверждается записью в Реестре финансово-промышленных групп Российской Федерации¹.

Одним из важнейших видов финансовых институтов являются *депозитарии ценных бумаг*. Хранение ценных бумаг может быть организовано либо самим их владельцем, либо с помощью специализированного хранилища ценных бумаг – депозитария.

Депозитарную деятельность могут осуществлять только следующие юридические лица: (а) инвестиционные институты (кроме инвестиционных консультантов, инвестиционных фондов и чековых инвестиционных фондов), (б) фондовые биржи, (в) специализированные депозитарии, занимающиеся исключительно депозитарной деятельностью, (г) расчетно-депозитарные организации, осуществляющие как исключительные совместно депозитарную деятельность и деятельность по организации денежных расчетов и клиринга денежных обязательств и требований, возникающих из сделок с ценными бумагами.

Лицо, которое на договорных условиях пользуется услугами депозитария, называется депонентом. В этом случае между депонентом и депозитарием заключается специальный договор, регулирующий их отношения по поводу депозитарной деятельности, называемый договором счета депо. Счет депо представляет собой совокупность записей в учетных регистрах депозитария, необходимых для исполнения последним договора счета депо с депонентом.

Хранение ценных бумаг в депозитарии может осуществляться двумя способами: закрытым и открытым. В первом случае депозитарий обязуется принимать и исполнять поручения депонента в отношении любой конкретной ценной бумаги, учтенной на его счете депо, при наличии у такой бумаги индивидуальных признаков (номера, серии, разряда). Открытый способ хранения ценных бумаг представляет собой

¹ Опыт создания ФПГ в России невелик. Примеры некоторых крупнейших холдингов, групп и альянсов периодически приводятся в специальной литературе (см.: Эксперт. 2003. № 34. 15 сент.).

способ регистрации прав на взаимозаменяемые ценные бумаги в депозитарии, при котором депонент может давать поручения депозитарию только по отношению к определенному количеству ценных бумаг, учтенных на его счете депо, без указания их индивидуальных признаков.

Помимо собственно хранения ценных бумаг, депозитарий может выполнять другие функции. Среди них: (а) организация обмена информацией, связанной с владением ценной бумагой, между эмитентом (держателем реестра) и депонентами (клиентами); (б) получение доходов по ценным бумагам, хранящимся в депозитарии, с последующим их переводом на счета депонентов; (в) учет обременения ценных бумаг депонентов (клиентов) обязательствами, а также их прекращения; (г) ведение по договору с эмитентом реестров собственников ценных бумаг, за исключением ценных бумаг, по которым депозитарий выступает номинальным держателем; (д) передача сертификатов ценных бумаг по поручению депонентов (клиентов) третьим лицам; (е) проверка сертификатов ценных бумаг на подлинность и платежеспособность; (ж) клиринг по ценным бумагам (вычисление взаимных обязательств и требований по поставке (переводу) ценных бумаг участников операций с ценными бумагами); (з) инкассация и перевозка ценных бумаг; (и) изъятие из обращения сертификатов ценных бумаг в соответствии с условиями их обращения; (к) регистрация сделок с ценными бумагами.

Депозитарная деятельность, равно как и деятельность других профессиональных участников рынка ценных бумаг осуществляются только при наличии лицензии на осуществление соответствующей деятельности.

4.4. Индикаторы на рынке ценных бумаг

Во всех странах с развитым рынком ценных бумаг для определения общей тенденции в изменении курсов акций применяются специальные индикаторы – фондовые индексы. Наиболее известными из них являются: в США – индекс Доу–Джонса (Dow Jones Industrial Average) и индекс «Стандарт энд Пурс» (Standard & Poor's 500 Stock Price Index); в Великобритании – индексы Футси (Financial Times Stock Indices, «footsie»); в Японии – индекс Никкей (Nikkei 225 Index); в Канаде – индекс Торонтской фондовой биржи (TSE 300 Composite Index).

Первая попытка конструирования некоего обобщающего формализованного индикатора фондового рынка, своеобразной усредненной характеристики, отражающей происходящие на нем тенденции, была предпринята американским специалистом Ч. Доу. В 1882 г. Доу начал публиковать перечень компаний, чьи акции в наибольших объемах

торговались на бирже. Уже тогда Доу не исключал возможности периодического изменения этого перечня, что предопределялось как неизбежными спадами-подъемами деятельности зарегистрированных на бирже компаний, так и ростом числа эмитентов и участников рынка (любопытно отметить в этой связи, что если в начале 80-х гг. XIX в. среднедневной объем торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже составлял около 250 тыс. акций, то 30 лет спустя он превысил 100 млн акций).

Собственно индекс Доу–Джонса, построенный по данным текущего перечня наиболее торгуемых акций, впервые появился 3 июля 1884 г. в газете «Afternoon News Letter»; он характеризовал динамику цен закрытия акций 11 компаний (9 железнодорожных и 2 промышленных). С 1886 г. индекс, получивший впоследствии название индекса Доу–Джонса, рассчитывался уже по 12 промышленным компаниям, в число которых вошли «American Cotton Oil», «American Sugar», «American Tobacco», «Chicago Gas», «Distilling and Cattle Feeding», «General Electric», «Laclede Gas», «National Lead», «North American», «Tennessee Coal & Iron», «US Leather (preferred)», «US Rubber». С 1928 г. индекс Доу–Джонса рассчитывается по данным о динамике акций 30 крупнейших компаний. В этой связи любопытно отметить, что из вышеприведенного перечня только «General Electric» продолжает входить в него. Методика расчета не претерпела принципиальных изменений до настоящего времени¹. Перечень компаний, акции которых включены в расчет индекса, со временем меняется, однако такие компании, как «Boeing», «Coca-Cola», «General Motors», «DuPont», IBM, являющиеся символом американской экономики последних десятилетий, постоянно присутствуют в нем.

Как правило, в любой стране применяется несколько индексов. Так, в США наиболее часто используются 4 индекса Доу–Джонса, отражающие общую тенденцию изменения курсов акций соответственно 30 промышленных корпораций, 20 транспортных фирм, 15 компаний коммунального обслуживания и всех 65 корпораций (сводный индекс).

Любопытно отметить, что с тех пор появились и другие индексы – с более замысловатыми алгоритмами исчисления, однако до сих пор индекс Доу–Джонса остается наиболее авторитетным индикатором фондового рынка.

Индекс S&P 500 рассчитывается по 500 компаниям, охватывающим около 80% стоимости ценных бумаг на Нью-Йоркской фондовой

¹ Пояснение к алгоритму расчета индекса можно найти в специальной литературе; см.: [Рынок ценных бумаг ... 1994. С. 281–294].

бирже (включает 400 промышленных, 20 транспортных, 40 финансовых, 40 коммунальных компаний).

В отличие от американской практики, в Великобритании фондовые индексы рассчитывают по формуле средней геометрической. Одним из наиболее известных является индекс «Футси-30», рассчитываемый с 1935 г. Среди других распространенных индикаторов – индекс Актуариев (FT-Actuaries Index), охватывающий акции 700 крупнейших компаний (более 80% стоимости ценных бумаг Лондонской фондовой биржи); индекс Футси-100 (Financial Times-Stock Exchange 100-Share Index), рассчитываемый с 1983 г. по данным о движении стоимости акций 100 компаний.

Российский рынок ценных бумаг находится в стадии становления: биржевые сделки нерегулярны, заключаемые контракты нередко носят искусственный характер и т. п. Тем не менее уже имеется опыт разработки отечественных фондовых индикаторов. В частности, можно упомянуть об индексах Российской торговой системы и Московской межбанковской валютной биржи (подробнее см.: [Котелкин, с. 308–312]).

Помимо фондовых индексов, одним из важнейших элементов квалифицированного информационного обеспечения участников фондовых рынков, особенно в плане развития практики портфельных инвестиций, играют системы рейтингования ценных бумаг. В экономически развитых странах функционируют специализированные агентства, занятые в том числе обработкой и анализом данных фондовых рынков и разработкой разного рода рейтингов ценных бумаг по уровню риска и доходности. Приводимые ими классификации ценных бумаг помогают инвесторам формировать портфели с устраивающими их характеристиками.

Система рейтинговых оценок ценных бумаг сложилась в США уже в начале XX в. Агентство «Moody's», являющееся дочерней компанией известной фирмы «Dan & Bradstreet, Inc.», было основано в 1909 г. Его рейтинги охватывают почти в два раза больше ценных бумаг по сравнению с рейтингами «Standard & Poor's» (дочерняя компания фирмы «McGraw-Hill, Inc.»). Третьим по значимости агентством считается «Fitch Investors Service, Inc.». Однако в последние годы широкую известность в профессиональных кругах получили рейтинги, предоставляемые агентством «Daff and Phelps». В Европе систему рейтинговых оценок стали разрабатывать значительно позднее. Так, в Великобритании система рейтинговых оценок облигаций была создана лишь в 1973 г.

Рейтингованию подвергают прежде всего облигации. Под процедурой *рейтингования облигаций* (Bond Ratings) понимается присвоение облигации некоего условного индикатора, осуществляемое в результате ранжирования всех обращающихся на данном рынке облигаций по

степени надежности их эмитентов с позиции выполнения условий, означенных в проспекте эмиссии. Присвоенный рейтинг является неким сертификатом качества, на который могут ориентироваться лендеры, т. е. потенциальные поставщики финансовых ресурсов, на условиях срочности. Идее рейтингования уже более 100 лет, а ее воплощением занимаются многие информационно-аналитические агентства; наибольшую известность в финансовом мире имеют рейтинги трех агентств: «Standard and Poor's», «Moody's» и «Fitch Investors Service» (табл. 4.3).

Таблица 4.3

Сравнительная характеристика рейтингов облигаций

Категория	Агентство			Характеристика
	«S&P»	«Moody's»	«Fitch»	
Наивысшее качество	AAA	Aaa	AAA	Наивысшее качество долгового инструмента, означающее, что заемщик (эмитент) имеет все возможности для того, чтобы выплатить проценты и основную сумму долга. Облигации этой категории часто называют ценными бумагами с золотым обрезом или золотообрезными ценными бумагами (gilt edge securities)
	AA	Aa	AA	Наивысшее качество долгового инструмента. По сравнению с предыдущей группой эти облигации оцениваются чуть ниже, главным образом из-за меньшей маржи как источника выплаты процентов
Среднее качество	A	A	A	Облигации обладают многими привлекательными инвестиционными характеристиками, однако они более восприимчивы к действию факторов, связанных с ухудшением положения в экономике
	BBB	Baa	BBB	Эмитент обладает адекватными способностями в отношении выплаты процентов и основной суммы долга, однако отдельные элементы защиты этих облигаций могут быть утеряны в результате ухудшения экономических условий, что может повлечь ослабление платежеспособности эмитента
Спекулятивность	BB	Ba	BB	Облигации имеют умеренную защиту по выплате процентов и основной суммы долга как при хорошем, так и при ухудшившемся состоянии экономики

Окончание табл. 4.3

Категория	Агентство			Характеристика
	«S&P»	«Moody's»	«Fitch»	
	B	B	B	Облигации, как правило, теряющие характеристики привлекательного инвестиционного инструмента. Уверенность в платежеспособности эмитента в долгосрочном аспекте мала
Дефолт	CCC	Ca	CCC	Низкое качество облигаций, существует опасность дефолта
	CC	Ca	CC	Высокоспекулятивные облигации, часто попадающие в ситуацию дефолта
			C	Облигации низшего рейтинга, рассматриваемые как обладающие исключительно низкими инвестиционными качествами
	C	C		Рейтинг присваивается облигациям, по которым по условиям эмиссии процент выплачивается лишь при наличии прибыли (income bond), но по которым процент еще ни разу не выплачивался
	D		DDD, DD, D	Облигации, находящиеся в ситуации дефолта (просроченные облигации). Это исключительно спекулятивные инструменты и должны оцениваться лишь на основе текущих ликвидационных стоимостей

Источник: [Reilly, Brown, p. 705].

Из приведенной классификации ясно, что к классу ценных бумаг высшего класса надежности и инвестиционной привлекательности относятся облигации, имеющие рейтинги Aaa, Aa, AAA и AA. С уменьшением рейтинга повышается риск владения данной ценной бумагой, т. е. она становится все более спекулятивной. Облигации, не имеющие рейтинга, называются высокодоходными (high-yield bonds) или «мусорными» (junk bonds).

Отметим в заключение, что аналогичные подходы применяют и к рейтингованию отдельных стран и регионов. Подобные рейтинги имеют огромное значение при получении заимствований в международных финансовых институтах, а также оказывают влияние на котировки ценных бумаг эмитентов на зарубежных фондовых биржах.

Материалы для самостоятельной работы

Дайте определение следующим ключевым понятиям: оферта, финансовое расширение, финансовое угнетение, валютный рынок, рынок золота, рынок капитала, рынок ценных бумаг, биржевой рынок, внебиржевой рынок, ставка ЛИБОР, фондовая биржа, листинг, делистинг, альтернативные рынки капитала, дериватив, форвард, фьючерс, дилер, брокер, депозитарий, инвестиционный институт, «мусорная» облигация.

Вопросы для обсуждения

1. Почему финансовые рынки и институты являются неперенным атрибутом рыночной экономики?
2. В чем смысл концепций финансового расширения и финансового угнетения?
3. В чем принципиальные различия между первичным и вторичным рынками?
4. На каких рынках фирмы находят источники финансирования?
5. Кто выигрывает на вторичном рынке в случае повышательной динамики цен?
6. Есть ли различие между рынком капитала и рынком капитальных финансовых активов?
7. Как правильно говорить: «рынок капитала» или «рынок капиталов»? Приведите обоснование вашей точки зрения.
8. В чем смысл ставки ЛИБОР?
9. Охарактеризуйте виды предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг.
10. В чем различие между дилерской и брокерской деятельностью?
11. Какие основные функции выполняет фондовая биржа?
12. Чем объясняется предъявление фондовой биржей определенных требований к фирмам, претендующим на включение в листинг? Могут ли эти требования быть едиными для всех бирж?
13. Чем обусловлено существование внебиржевой торговли ценными бумагами?
14. В чем вы видите принципиальные различия между активами, обращающимися на классической фондовой бирже и так называемых альтернативных рынках капитала?
15. Каковы типовые функции, выполняемые финансовыми институтами?
16. Какую роль играют инвестиционные институты в экономике?
17. В чем смысл индикаторов финансовых рынков? Как они рассчитываются?
18. В чем смысл эмиссии «мусорных» облигаций? Чем обусловлен факт существования рынка подобных активов?

Глава 5

ИНСТРУМЕНТАЛЬНЫЕ МЕТОДЫ, РАСЧЕТЫ И МОДЕЛИ В ФИНАНСОВОМ МЕНЕДЖМЕНТЕ

После изучения этой главы вы сможете получить представление:

- о месте инструментальных методов в арсенале финансового менеджера;
- видах факторного анализа;
- методах прогнозирования;
- имитационном моделировании;
- видах моделей в управлении финансами.

5.1. Классификация методов

На ранних этапах развития бизнеса управление финансами в компаниях осуществлялось в основном на интуитивной основе, т. е. без применения каких-либо формализованных методов. По мере усложнения бизнес-отношений (роста числа фирм, отраслей и сфер приложения капитала, усиления конкурентной борьбы, появления новых форм оргструктур управления и др.) подобный подход становится архаическим и неприемлемым. Появление современных средств обработки информации позволяет делать множественные расчеты в режиме имитационного моделирования и выбирать наиболее эффективные варианты действий, комбинации факторов, сферы приложения ресурсов и др. Иными словами, процесс принятия управленческих решений финансового характера¹ начинает все в большей степени опираться на некоторые формальные индикаторы, методы, модели. Вместе с тем понятно, что любая социально-экономическая система, к каковым относится хозяйствующий субъект, представляет собой не бездумный автомат, действующий по заданной программе, но механизм, функционирование которого из-за действия множества факторов, в том числе субъективного характера, по своей сути вариабельно. Таким образом, очевиден вывод о том, что реальный процесс управления финансами – это сплав искусства (т. е. неформализуемого начала) и науки (т. е. формализуемого начала). По сути дела, нахождение оптимальной комбинации неформализуемого и формализуемого как раз и является основной целью внедрения в фирме эффективной системы управления вообще и финансами, в частности. Этот тезис особенно актуален для

¹ Мы будем характеризовать любое управленческое решение, отражающееся на имущественном и финансовом потенциале фирмы и, как правило, выражаемое в стоимостных оценках.

крупной компании со сложной оргструктурой управления, наличием групп лиц, принимающих участие или заинтересованных в ее деятельности и являющихся потенциальными носителями конфликта интересов, большими объемами вовлекаемых ресурсов и др.

Приведем пример. В целях диверсификации своей деятельности фирма намерена войти капиталом в новую сферу бизнеса. Это предполагает крупные инвестиции, т. е. омертвление средств на продолжительный период времени. Окупятся ли эти инвестиции? Можно, конечно, рассуждать на качественном уровне, надеясь, например, на то, что ввиду перспективности новой продукции и ненасыщенности рынка удастся окупить затраты примерно за два-три года. Однако серьезный и особенно дорогостоящий и рисковый проект не может основываться на подобного рода утверждениях. Нужна доказательная база, т. е. хотя и приблизительные, но более или менее обоснованные оценки емкости рынка, объема и структуры предполагаемых постоянных и переменных затрат, условий мобилизации источников финансирования, возможности рассчитаться с кредиторами в случае, если предполагается заемное финансирование, и др. Вот здесь-то и нужны формализованные методы и модели. Следует, правда, особо подчеркнуть, что совокупность аргументов ни в коем случае не ограничивается формализованными оценками, которые лишь часть общей аргументации.

Приемы и методы, находящиеся в арсенале финансового менеджера, с определенной долей условности можно разделить на три большие группы: (1) общеэкономические, (2) инструментальные (количественные) методы принятия управленческих решений и (3) специальные методы. Приведем общую их характеристику.

Общеэкономические методы. К этой группе относятся кредитование, ссудозаемные операции, система кассовых и расчетных операций, система страхования, система расчетов, система финансовых санкций, трастовые операции, залоговые операции, трансфертные операции, система производства амортизационных отчислений, система налогообложения и др. Общая логика подобных методов, их основные параметры, возможность или обязательность исполнения задаются централизованно в рамках системы государственного управления экономикой, а варибельность в их применении довольно ограничена. Перечисленные методы не являются специфически ориентированными на финансового менеджера, однако он должен иметь представление о них. Так, система амортизационных отчислений является сферой интересов прежде всего бухгалтера, однако выбор того или иного метода амортизации существенно сказывается на финансовых результатах и представлении имущественного и финансового потенциалов хозяйствующего субъекта, что, как известно, представляет непосредственный интерес для финансового менеджера в контексте как внут-

рифирменного планирования, так и оценки статус-кво и потенциальных возможностей контрагентов.

Инструментальные (количественные) методы. В эту группу входят методы прогнозирования, факторный анализ, методы финансовой математики, моделирование и др. Эти методы, большинство из которых по своей природе уже импровизационны, используются прежде всего в финансовом и налоговом планировании, в частности в обосновании решений в отношении проектов инвестирования (Какая из альтернатив инвестирования наиболее благоприятна?) и финансирования (Какая из альтернатив финансирования наиболее благоприятна?). Число инструментальных методов огромно. Вероятно, наиболее значимы для финансового менеджера следующие группы: методы факторного анализа; методы прогнозирования; методы теории принятия решений.

Специальные методы. По степени централизованной регулируемости и обязательности применения эти методы занимают промежуточное положение между первыми двумя группами, а многие из них еще только начинают получать распространение в России. В эту группу входят дивидендная политика, финансовая аренда, факторинговые операции, франчайзинг, фьючерсы и т. п. В основе многих методов лежат производные финансовые инструменты, или деривативы.

5.2. Методы факторного анализа

Одна из задач финансового менеджера – умение оценивать финансовое положение фирмы и определять возможности его улучшения. Подобная оценка выполняется в отношении как самого предприятия, на котором работает финансовый менеджер, так и его фактических (особенно потенциальных) контрагентов. Простейшим инструментарием являются построение разного рода систем и совокупностей экономических показателей, а также изучение взаимосвязей между ними.

В практическом плане наиболее существенны две типовые ситуации. Первая реализуется в рамках ретроспективного анализа, когда менеджер (аналитик) пытается оценить причины происшедшего; например, причины того, что достигнуты именно такие финансовые результаты. Возможно, что подобный проект или операция в дальнейшем не будет осуществляться, однако выявление и оценка причин происшедшего все равно представляют определенный интерес, поскольку за многими из них нередко скрываются профессиональные (или непрофессиональные) действия некоторых лиц. Проводя регулярный факторный анализ, можно составить определенное представление об этих лицах.

Вторая ситуация характерна для перспективного анализа, когда путем расчетов аналитик нащупывает те факторы, которые представляются наиболее существенными для достижения желаемых результатов. Естественным свойством практически любой социально-экономической системы является позитивное изменение некоторых ее характеристик (объемных или качественных). Для того чтобы обеспечить подобное изменение (например, рост объемов производства) проводится факторный анализ с позиции перспективы.

В реальности две описанные ситуации нередко переплетаются, в частности, это имеет место при оценке результатов текущей, т. е. регулярно повторяющейся, деятельности, когда генерирование результатных показателей в оцениваемой процедуре (системе, явлении, объекте) будет продолжаться и в дальнейшем. В любом случае, проводя факторный анализ, необходимо помнить одно правило: анализ важен не сам по себе, а лишь тогда, когда он действенен, т. е. идентификация и оценка факторов имеют смысл только в том случае, если этими факторами можно управлять, хотя бы и частично.

Введем базовые определения.

Фактор (Independent Variable) – причина, движущая сила какого-либо процесса или явления, определяющая его характер или одну из основных черт. Это ключевое понятие в факторном анализе. Факторы, в той или иной степени определяющие развитие любой социально-экономической системы, отличаются не только многообразием, но и взаимосвязанностью и взаимообусловленностью. Практически невозможно идентифицировать фактор, который был бы абсолютно независим, не связан с другими. Именно этим свойством социально-экономических систем и обуславливается возможность факторного анализа.

Количественная характеристика взаимосвязанных явлений осуществляется с помощью признаков (показателей). Признаки, характеризующие причину, называются *факторными* (независимыми, экзогенными); признаки, характеризующие следствие, называются *результативными* (зависимыми). Совокупность факторных и результативных признаков, связанных причинно-следственной связью, называется *факторной системой*. Математическая формула, выражающая реальные связи между анализируемыми явлениями, называется *моделью факторной системы*; в наиболее общем виде она может быть представлена так:

$$y = f(x_1, x_2, \dots, x_n), \quad (5.1)$$

где y – результативный признак;
 x_n – факторные признаки.

Факторный анализ (Variance Analysis) есть процесс выявления причинно-следственной связи, идентификации и оценки значимости участвующих в ней факторов. В ходе анализа пытаются идентифицировать факторы, оказывающие позитивное или негативное влияние на результивативные показатели; по результатам анализа разрабатывают меры, способствующие усилению действия одних и снижению действия других факторов. Поиск факторов может выполняться в неформализованном формате, когда их совокупность устанавливается на интуитивной основе, путем оценки ситуации, накопления опыта и др. Однако основным вариантом является формализованный анализ, основывающийся на применении двух типов моделей – стохастических и жестко детерминированных.

Первый тип моделей используется для оценки так называемой *стохастической (вероятностной) связи (Stochastic Relationship)*, т. е. связи, при которой каждому значению факторного признака соответствует множество значений результивативного признака, или определенное статистическое распределение. Пример такой модели и связи – любое регрессионное уравнение. Второй тип моделей используется для оценки так называемой *функциональной (жестко детерминированной) связи (Deterministic Relationship)*, т. е. связи, при которой каждому значению факторного признака соответствует вполне определенное, неслучайное значение результивативного признака. Пример подобной модели и связи – зависимость между чистой прибылью и ее факторами, олицетворяемыми различными показателями доходов и расходов (например, отчет о прибылях и убытках).

Жестко детерминированные факторные модели могут быть разной степени сложности (имеется в виду число факторов, включенных в модель). Обычно анализ связи с помощью подобных моделей выполняется последовательными итерациями, когда начинают с простейшей модели и постепенно расширяют ее, подключая к рассмотрению новые факторы. Это весьма удобный аналитический прием, который не требует особых дополнительных усилий. (Напомним, что в случае стохастического моделирования расширение числа факторов может повлечь увеличение объема изучаемой совокупности, что далеко не всегда осуществимо.) Здесь, правда, есть свои проблемы, главная из которых – обеспечение логической оправданности рассмотрения очередного фактора, т. е. формирование в конечном итоге понятной, логически объяснимой модели с факторами, поддающимися хотя бы минимальному управлению. Подробнее о возникающих в этом случае проблемах см.: [Ковалев, 2001(а), 2003]. В данном разделе ограничимся примером. Так, анализ рентабельности собственного капитала может выполняться с помощью следующей двухфакторной модели:

$$ROE = \frac{P_n}{E} = \frac{P_n}{S} \frac{S}{E} = NPM k_{ET}, \quad (5.2)$$

где P_n – чистая прибыль;

S – выручка от продаж;

E – собственный капитал;

NPM – чистая рентабельность продаж;

k_{ET} – коэффициент оборачиваемости собственного капитала.

Модель (5.2) позволяет анализировать (например, в динамике), как меняется влияние факторов NPM и k_{ET} на результирующий показатель «рентабельность собственного капитала». Путем несложных операций можно расширить двухфакторную модель до трехфакторной:

$$ROE = \frac{P_n}{S} \frac{S}{A} \frac{A}{E} = \frac{P_n}{S} \frac{S}{A} \frac{1}{\frac{E}{FR}} = NPM TAT \frac{1}{k_{EC}}, \quad (5.3)$$

где A – стоимостная оценка совокупных активов фирмы;

TAT – ресурсоотдача, т. е. оборачиваемость средств, вложенных в активы фирмы;

FR – всего источников финансирования;

k_{EC} – коэффициент концентрации собственного капитала.

При изучении связей с помощью модели (5.1) финансовый менеджер может решать следующие задачи: (а) установление самого факта наличия или отсутствия связи между анализируемыми показателями; (б) измерение тесноты связи; (в) установление неслучайного характера выявленных связей; (г) количественная оценка влияния изменения факторов на изменение результирующего показателя; (д) выделение наиболее значимых факторов, определяющих поведение результирующего показателя.

Анализ с помощью жестко детерминированных моделей позволяет установить наглядные и простые взаимосвязи между ключевыми факторами, оценить направление и степень влияния каждого из них, выполнить прогнозные расчеты в рамках имитационного моделирования, установить коридоры приемлемого варьирования значений факторов, обеспечивающие достижение необходимого уровня некоторого целевого показателя. Наиболее показательным примером применения жестко детерминированных моделей является анализ по схеме фирмы Дюпон (см. [Ковалев, 2001(а), с. 388–390]).

Жестко детерминированные модели более просты в применении, однако их возможности в отношении состава и количества факторов, включаемых в одну модель, весьма ограничены. Их развитием являются стохастические модели, предоставляющие гораздо больше аналитических возможностей, но вместе с тем предполагающие выполнение

ряда предпосылок (об объеме выборки, случайности и независимости наблюдений, однородности изучаемой совокупности, ограничений на вид распределения признаков, включаемых в модель, и др.). Примерами использования этих моделей в финансовом менеджменте являются методики расчета β -коэффициентов на рынке финансовых активов, методики прогнозирования банкротства (например, модель Альтмана), методики прогнозирования ключевых финансовых показателей и др.

Подробная характеристика упомянутых аналитических методов и моделей, перечень задач, решаемых в ходе факторного анализа, а также техника расчетов приводятся в специальной литературе (см.: [Ковалев, 2001(а)]).

5.3. Методы прогнозирования основных финансовых показателей

В планировании и управлении финансами исключительно важную роль играют различные прогнозы и ориентиры. Финансовый менеджер должен уметь прогнозировать объем реализации, себестоимость продукции в целом и по важнейшим статьям, потребность в источниках финансирования, величину денежных потоков и т. п. Более того, прогнозирование как один из методов управления не должно сводиться лишь к расчету ориентиров для критериев, имеющих количественное измерение. Оно понимается в более широком аспекте, в частности, как метод выявления оптимальных вариантов действий. В этом смысле прогнозирование тесно связано с перспективным анализом, поскольку окончательный вариант действий выбирается после рассмотрения и сравнительного анализа вариантов, в том числе альтернативного характера.

Из множества подходов к прогнозированию наибольшее распространение на практике получили методы экспертных оценок, методы обработки пространственных, временных и пространственно-временных совокупностей; методы ситуационного анализа и прогнозирования. Дадим их краткую характеристику.

5.3.1. Методы экспертных оценок

Это наиболее простые и популярные методы. К ним нельзя относиться как к неким суррогатам «настоящих» методов прогнозирования хотя бы потому, что их история насчитывает не одно тысячелетие. Можно упомянуть, в частности, о дельфийском методе, названном так в честь древнегреческого города Дельфы, известного своими оракулами. В качестве простейшего примера применения подобных методов служит способ установления некоторых прогнозов и планов на интуи-

тивном уровне. В современной интерпретации методы экспертного прогнозирования могут предусматривать многоступенчатый опрос экспертов по специальным схемам и обработку полученных результатов с помощью научного инструментария экономической статистики. Эти методы применяются не только для прогнозирования значений показателей, но и в аналитической работе (например, для разработки весовых коэффициентов, пороговых значений контролируемых показателей и т. п.).

5.3.2. Методы обработки временных, пространственных и пространственно-временных совокупностей

Эти методы занимают ведущее место с позиции формализованного прогнозирования и существенно варьируют по сложности используемых алгоритмов. Выбор того или иного метода зависит от множества факторов, в том числе имеющихся в наличии исходных данных. По этому параметру можно выделить три типовые ситуации.

Наличие временного ряда. Эта ситуация встречается на практике наиболее часто: финансовый менеджер или аналитик имеет в своем распоряжении данные о динамике показателя, на основании которых требуется построить приемлемый прогноз.

Динамический (или временной) ряд представляет собой совокупность значений изучаемого показателя, относящихся к некоторым последовательным интервалам или моментам времени; в первом случае ряд называется интервальным, во втором – моментным. Временной интервал, заложенный в основу ряда, чаще всего предполагается постоянным (год, месяц, день и т. п.). Пример интервального ряда: данные о годовом товарообороте магазина за ряд лет; пример моментного ряда: данные о стоимости основных средств данного магазина на начало года за ряд лет.

Динамический ряд обычно представляется следующим образом:

$$y_1, y_2, \dots, y_k, \quad (5.4)$$

где y_k – элемент ряда, называемый обычно уровнем ряда, $k = 1, 2, \dots, n$;
 n – количество базисных периодов.

Наиболее типовая ситуация при обработке динамического ряда – выделение тренда. Это можно сделать с помощью различных методов¹:

¹ Напомним, что временной ряд характеризуется базовыми количественными характеристиками (темпом роста, темпом прироста, абсолютным значением одного темпа прироста и др.). Подробную информацию об этих характеристиках, равно как и о других инструментальных методах анализа рядов динамики можно найти: [Елисеева, Юзбашев. С. 445–525; Ковалев, 2001(а)].

- метод «на глазок». Возможны различные его варианты: например, построение приблизительного графика зависимости по статистическим данным, представленным графически; расчет среднего темпа прироста; определение прогнозируемого значения уровня ряда, главным образом, на основе интуиции и с минимальным привлечением статистических данных. Аналитики шутливо называют подобный способ «методом трех П», от слов: *пол, палец, потолок*;
- метод скользящей средней. Временной ряд делится на сегменты, содержащие, например, по три элемента ряда; для каждой «тройки» рассчитывается средняя. Этим достигается сглаживание отдельных выбросов от общей тенденции. Полученный ряд средних подвергается визуальному или количественному анализу для выявления тенденции;
- метод усреднения по левой и правой половинам. Один из вариантов таков: ряд разбивают на две части, находят среднее значение признака для каждой половины, строят график в виде прямой, проходящей через найденные два значения;
- метод наименьших квадратов (построение уравнения регрессии, чаще всего линейного, поскольку оно легче поддается интерпретации, хотя возможно построение любой нелинейной формы тренда).

Как пример применения регрессионных моделей для целей прогнозирования упомянем о двух методах: простом динамическом анализе и анализе с помощью авторегрессионных зависимостей.

Первый метод исходит из предпосылки, что прогнозируемый показатель (y) изменяется прямо (обратно) пропорционально с течением времени. Поэтому для определения прогнозных значений показателя y строится, например, следующая зависимость:

$$y_t = a_0 + a_1 t, \quad (5.5)$$

где t – порядковый номер периода.

Параметры уравнения регрессии (a_0, a_1) находятся, как правило, методом наименьших квадратов. Подставляя в формулу нужное значение t , можно рассчитать требуемый прогноз.

В основу второго метода заложена очевидная предпосылка о том, что экономические процессы имеют определенную специфику. Они отличаются, во-первых, взаимозависимостью и, во-вторых, определенной инерционностью. Последнее означает, что значение практически любого экономического показателя в момент времени t зависит определенным образом от состояния этого показателя в предыдущих периодах (в данном случае мы абстрагируемся от влияния других факторов), т. е. значения прогнозируемого показателя в прошлых периодах должны рассматриваться как факторные признаки. Уравнение авторегрессионной зависимости в наиболее общей форме имеет вид

$$y_t = a_0 + a_1 y_{t-1} + a_2 y_{t-2} + \dots + a_k y_{t-k}, \quad (5.6)$$

где y_t – прогнозируемое значение показателя y в момент времени t ;
 y_{t-j} – значение показателя y в момент времени $(t - k)$;
 a_k – k -й коэффициент регрессии.

Точные прогнозные значения могут быть получены уже при $k = 1$. На практике также нередко используют модификацию приведенного уравнения, вводя в него в качестве фактора период (момент) времени t . В этом случае уравнение регрессии будет иметь вид

$$y_t = a_0 + a_1 y_{t-1} + a_2 t. \quad (5.7)$$

Коэффициенты регрессии данного уравнения могут быть найдены методом наименьших квадратов. Соответствующая система нормальных уравнений будет иметь вид

$$\begin{cases} ja_0 + a_1 \sum y_{t-1} + a_2 \sum t = \sum y_t; \\ a_0 \sum y_{t-2} + a_1 \sum y_{t-1}^2 + a_2 \sum ty_{t-1} = \sum y_t y_{t-1}; \\ a_0 \sum t + a_1 \sum ty_{t-1} + a_2 \sum t^2 = \sum ty_{t-1}, \end{cases} \quad (5.8)$$

где j – длина ряда динамики показателя y , уменьшенная на единицу.

Для характеристики адекватности уравнения авторегрессионной зависимости можно использовать величину среднего относительного линейного отклонения:

$$\varepsilon = \frac{1}{n} \sum_{k=1}^n \frac{|y_k - \tilde{y}_k|}{y_k} \cdot 100\%,$$

где \tilde{y}_k – расчетная величина показателя y в момент времени k ;
 y_k – фактическая величина показателя y в момент времени k ;
 n – число членов ряда.

Если $\varepsilon < 5\%$, считается, что уравнение авторегрессии может использоваться в прогнозных целях. Отметим, что ввиду простоты расчета критерий ε довольно часто применяется при построении регрессионных моделей.

Пример

Используя аппарат авторегрессионных зависимостей, построить уравнение регрессии для прогнозирования объема реализации на основании следующих данных о динамике этого показателя (млн руб.): 17, 16, 21, 24, 23, 26, 28.

Решение

Уравнение регрессии будет строиться в виде уравнения (5.3); промежуточные данные для построения системы нормальных уравнений целесообразно оформлять следующим образом:

y_{t-1}	t	y_t	y_{t-1}^2	t^2	ty_{t-1}	ty_t	$y_t y_{t-1}$	\tilde{y}_t
17	1	16	289	1	17	16	272	17,5
16	2	21	256	4	32	42	336	20,8
21	3	24	441	9	63	72	504	21,6
24	4	23	576	16	96	92	552	23,3
23	5	26	529	25	115	130	598	26,6
26	6	28	676	36	156	168	728	28,2
127	21	138	2767	91	4799	520	2990	–

Система нормальных уравнений имеет вид

$$\begin{cases} 6a_0 + 127a_1 + 21a_2 = 138; \\ 127a_0 + 2767a_1 + 479a_2 = 2990; \\ 21a_0 + 479a_1 + 91a_2 = 520. \end{cases}$$

Решая эту систему, получаем уравнение регрессии

$$y_t = 21,7 - 0,42y_{t-1} + 2,91t.$$

Данное уравнение пригодно для прогнозных целей, поскольку

$$\varepsilon = 5,3\% < 15\%.$$

Можно рассчитать прогнозное значение показателя y_t для $t = 7$:

$$y_t = 21,7 - 0,42 \cdot 28 + 2,91 \cdot 7 = 30,3.$$

Наличие пространственной совокупности. Эта ситуация имеет место в том случае, если по некоторым причинам статистические данные о показателе отсутствуют либо есть основание полагать, что его значение определяется влиянием некоторых факторов. Может применяться многофакторный регрессионный анализ, представляющий собой распространение простого динамического анализа на многомерный случай. В результате качественного анализа выделяется k факторов (x_1, x_2, \dots, x_k), влияющих, по мнению аналитика, на изменение прогнозируемого показателя (y), и строится чаще всего линейная регрессионная зависимость типа

$$y = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + \dots + a_kx_k, \quad (5.9)$$

где a_k – коэффициенты регрессии.

Наличие пространственно-временной совокупности. Данная ситуация имеет место в том случае, когда: (а) длина ряда динамики недостаточна для построения статистически значимых прогнозов; (б) аналитик имеет намерение учесть в прогнозе влияние факторов, различающихся по экономической природе, и их динамики. Исходными данными служат матрицы показателей, каждая из которых представляет собой значения тех же показателей за разные периоды или на

разные последовательные даты. Методы обработки таких совокупностей описаны в отечественной литературе и включают, в частности, осреднение параметров одногодичных уравнений регрессии, метод заводелет, ковариационный анализ и т. д. (см.: [Крастинь]).

5.4. Методы теории принятия решений

Из названия этих методов видно, что они нужны для обоснования управленческих решений. Как будет показано ниже, в этих методах объединяются качественное и количественное начала, т. е. опыт и интуиция менеджера (аналитика) и необходимость и (или) целесообразность учета некоторых ограничений, предусматриваемых как собственно используемым инструментарием, так и условиями анализируемой бизнес-среды.

5.4.1. Имитационное моделирование

С развитием вычислительной техники в прикладных исследованиях все большее распространение стали получать методы анализа развития ситуаций, основанные на варьировании сочетанием и значениями различных факторов, эти ситуации определяющих. Логика данных методов основывается на следующих очевидных посылах: во-первых, деятельность любого субъекта хозяйствования зависит от многих факторов; во-вторых, подавляющее большинство таких факторов взаимосвязанны; в-третьих, некоторые факторы поддаются определенному регулированию; в-четвертых, варьируя набором ключевых параметров и (или) их значениями, можно смоделировать ситуацию и благодаря этому представить тенденции основных результативных показателей, исчислить ориентиры их возможных значений; в-пятых, выбрав наиболее приемлемый вариант развития событий и задавая соответствующие значения выделенных факторов, можно в определенном смысле регулировать систему, т. е. влиять на значения ее основных показателей.

Одна из трудностей при реализации данного подхода – рутинность действий и множественность счетных операций. Эта трудность устраняется при использовании имитационного моделирования, суть которого заключается в следующем. В компьютерной среде имитируется конкретная хозяйственная ситуация путем задания: (а) модели и (или) набора моделей, описывающих ситуацию, (б) массива параметров в рамках выделенных моделей; (в) совокупности результативных показателей, зависящих от выделенных параметров; (г) набора значений параметров. Сделав несколько расчетов, можно выбрать набор параметров и их значений, которыми в дальнейшем стараются управлять, т. е. держать их в определенных пределах (например, деби-

торская задолженность не должна выходить за рамки заданных значений).

Безусловно, имитационное моделирование – субъективный вариант обоснования действий по управлению развитием событий. В небольшой степени результат определяется проработанностью системы моделей, поскольку набор параметров и их значения исключительно вариабельны. В частности, затраты можно характеризовать одним показателем (параметром), однако при желании не исключено их дробление по видам и отдельным статьям. Более того, возможно выделение системы субмоделей, поскольку те же затраты в целом исключительно разнородны (сравните: расходы по заработной плате и транспортные расходы). Поэтому отдельные элементы общих затрат в свою очередь зависят от определенных факторов и меняются сообразно собственным закономерностям. Аналогичные рассуждения формулируются и в отношении доходов и целесообразности обособления их в виде субмоделей.

Несмотря на отмеченную субъективность, имитационное моделирование как один из методов ситуационного анализа, реализуемых в компьютерной среде, по определению должен быть алгоритмизирован, иначе компьютер не сможет его реализовать.

В основе методов имитационного моделирования и прогнозирования лежат модели различного типа, однако наибольшую распространенность на практике получил анализ с помощью моделей, описывающих функциональные (или жестко детерминированные) связи, когда каждому значению факторного признака соответствует вполне определенное, неслучайное значение результативного признака. В качестве примера можно привести зависимости, реализованные в рамках известной модели факторного анализа фирмы «Дюпон» (суть модели будет описана ниже). Используя эту модель и подставляя в нее прогнозные значения различных факторов (например, выручки от реализации, оборачиваемости активов, степени финансовой зависимости и др.), можно рассчитать прогнозное значение одного из основных показателей эффективности – коэффициента рентабельности собственного капитала.

Другим весьма наглядным примером служит форма бухгалтерской отчетности «Отчет о прибылях и убытках» (форма № 2), представляющая собой табличную реализацию жестко детерминированной факторной модели, связывающей результативный признак (прибыль) с факторами (доходом от реализации, уровнем затрат, уровнем налоговых ставок и др.). Один из возможных подходов прогнозирования в этом случае может выглядеть следующим образом.

Ставится задача выявления и исследования факторов развития хозяйствующего субъекта и установления степени их влияния на раз-

личные результатные показатели (например, прибыль). Для этого используется имитационная модель, предназначенная для перспективного анализа формирования и распределения доходов предприятия. В укрупненном виде модель представляет многомерную таблицу важнейших показателей деятельности объекта в динамике. В подлежащем таблицы находятся взаимоувязанные показатели либо в номенклатуре статей формы № 2, либо в более детализированном виде. В сказуемом таблицы находятся результаты прогнозных расчетов по схеме «что будет, если...» Иными словами, в режиме имитации в модель вводятся прогнозные значения факторов в различных комбинациях, в результате чего рассчитывается ожидаемое значение прибыли. По результатам имитации может выбираться один или несколько вариантов действий; при этом значения факторов, использованные в процессе моделирования, будут служить прогнозными ориентирами в последующих действиях. Модель реализуется на персональном компьютере в среде табличного процессора в соответствии с намеченным сценарием.

Для иллюстративных целей укрупненный состав показателей имитационной модели прибыли представлен в табл. 5.1. Некоторые из приведенных в ней показателей являются комплексными, поэтому данная модель может быть дополнена субмоделями, предназначенными для моделирования динамики валовой прибыли, издержек производства и обращения, внереализационных доходов и расходов, отчислений от прибыли и др.

Таблица 5.1

Иллюстрация имитационной модели «ПРИБЫЛЬ»

Показатель	Базовое значение 2005 г.	Расчетные значения			
		2006	2007	...	2010
1. Выручка от продажи товаров					
2. Себестоимость проданных товаров					
3. Валовая прибыль					
4. Коммерческие расходы					
5. Управленческие расходы					
6. Прибыль от продаж					
7. Прочие доходы					
8. Прочие расходы					
9. Прибыль до налогообложения					
10. Налог на прибыль и прочие отчисления от прибыли					
11. Чистая прибыль					

Окончание табл. 5.1

Показатель	Базовое значение 2005 г.	Расчетные значения			
		2006	2007	...	2010
12. Собственный капитал					
13. Соотношение собственных и заемных средств, %					
14. Рентабельность собственного капитала, %					
15. Рентабельность авансированного капитала, %					

Примечание. Алгоритмы формирования отдельных показателей в данной модели имеют очевидную интерпретацию и заполняются по данным бухгалтерской отчетности.

Описанная модель может быть реализована на персональном компьютере в среде электронных таблиц в два этапа:

1-й этап. Специалист (финансовый менеджер, экономист, бухгалтер) в рамках выбранной версии и сценариев по годам готовит количественные данные для заполнения исходной таблицы и проводит расчеты путем изменения параметров и переменных (скидки, ставки налога, проценты за кредит и др.). При этом в имитационной модели предусмотрены не только расчеты показателей прибыли, но возможно решение обратной задачи – по заданному значению прибыли определяются значения основных параметров и переменных (темпа роста товарооборота, уровня торговой наценки, уровня издержек обращения и др.).

2-й этап. Предложенный специалистом вариант (или варианты) финансовой политики обсуждается с участием администрации и руководства объекта путем проведения многократных расчетов с помощью имитационной модели на компьютере.

Полученные в ходе моделирования результаты используются для составления среднесрочного прогноза (допустим, на первые 2–3 года), а более длительный прогноз служит непосредственно для целей стратегического управления и постоянной корректировки данных по годам.

Одним из ключевых моментов для разработки прогнозных оценок является учет уровня и динамики инфляции, состава и структуры выручки от продаж, поскольку деятельность крупных компаний всегда существенно диверсифицирована. Для этого в модели целесообразно предусмотреть использование относительных величин.

Имитационное моделирование финансово-хозяйственной деятельности фирмы основано на сочетании формализованных (математических) методов и экспертных оценок специалистов и руководства хозяйствующего субъекта, но с преобладанием последних. Поэтому для разработки долгосрочного прогноза со стороны администрации необходимо включить двух-трех специалистов от различных служб

и подразделений предприятия (коммерческой службы, планового отдела, финансового отдела и бухгалтерии).

5.4.2. Метод построения дерева решений

Еще один вариант использования ситуационного анализа для прогнозирования возможных действий имеет более общее применение. В гл. 7 будет показано, что теоретически существует 4 типа ситуаций, в которых необходимо проводить анализ и принимать управленческие решения, в том числе на уровне коммерческой организации: в условиях определенности, риска, неопределенности, конфликта. Однако с позиции прогнозирования вариантов возможных действий наибольший интерес представляет алгоритмизация действий в условиях риска.

Эта ситуация встречается на практике довольно часто. Здесь применяется вероятностный подход, предполагающий прогнозирование возможных исходов и присвоение им вероятностей. При этом пользуются: (а) известными, типовыми ситуациями (типа вероятность появления герба при бросании монеты равна 0,5); (б) предыдущими распределениями вероятностей (например, из выборочных обследований или статистики предшествующих периодов известна вероятность появления бракованной детали); в) субъективными оценками, сделанными аналитиком самостоятельно либо с привлечением экспертов.

Таким образом, последовательность действий аналитика такова:

- прогнозируются возможные исходы R_k , $k = 1, 2, \dots, n$; в качестве R_k могут выступать различные показатели (например, доход, прибыль, приведенная стоимость ожидаемых поступлений);
- каждому исходу присваивается соответствующая вероятность p_k , причем

$$\sum_{k=1}^n p_k = 1; \quad (5.10)$$

- выбирается критерий (например, максимизация математического ожидания прибыли)

$$E(R) = \sum_{k=1}^n R_k p_k \rightarrow \max; \quad (5.11)$$

- выбирается вариант, удовлетворяющий выбранному критерию.

Пример

Имеются два объекта инвестирования с одинаковой прогнозной суммой требуемых капитальных вложений. Величина планируемого дохода (в млн руб.) в каждом случае неопределенна и приведена в виде распределения вероятностей.

Проект А		Проект В	
Доход	Вероятность	Доход	Вероятность
30	0,10	20	0,10
35	0,20	30	0,15
40	0,40	40	0,30
45	0,20	50	0,35
50	0,10	80	0,10

Требуется ранжировать проекты по степени предпочтительности.

Решение

В условиях задачи в качестве критерия ранжирования инвестиционных проектов можно выбрать критерий максимизации математического ожидания дохода. Его значения для оцениваемых проектов будут соответственно равны

$$E(R_A) = 30 \cdot 0,10 + 35 \cdot 0,20 + 40 \cdot 0,40 + 45 \cdot 0,20 + 50 \cdot 0,10 = 40 \text{ млн руб.}$$

$$E(R_B) = 44 \text{ млн руб.}$$

Таким образом, проект **В** более предпочтителен. Следует, правда, отметить, что этот проект является и относительно более рисковым, поскольку имеет большую вариацию дохода по сравнению с проектом **А**.

В более сложных ситуациях в анализе используют так называемый метод построения дерева решений. В основе метода – **дерево решений** (Decision Tree) как графическое представление системы принятия решений в условиях риска, когда задаются состояния природы, их вероятности появления и возможные варианты действий с сопутствующими доходами и (или) потерями. Последовательно перебирая возможные комбинации состояний природы и вариантов действий, находят оптимальное решение. Логику этого метода рассмотрим на примере.

Пример

Управляющему надо принять решение о целесообразности приобретения либо станка М1, либо станка М2. Станок М2 более экономичен, что обеспечивает больший доход на единицу продукции, вместе с тем он более дорогой и требует относительно больших накладных расходов (в долл.).

Вариант	Постоянные расходы	Операционный доход на единицу продукции
Станок М1	15 000	20
Станок М2	21 000	24

Решение

Решение может быть принято в несколько этапов.

Этап 1. Определение цели

В качестве критерия выбирается максимизация математического ожидания прибыли.

Этап 2. Определение набора возможных действий для рассмотрения и анализа (контролируются лицом, принимающим решение)

Управляющий может выбрать один из вариантов:

$$A = \{\text{покупка станка M1}\},$$

$$B = \{\text{покупка станка M2}\}.$$

Этап 3. Оценка возможных исходов и их вероятностей (носят случайный характер)

Управляющий оценивает возможные варианты годового спроса на продукцию и соответствующие им вероятности следующим образом:

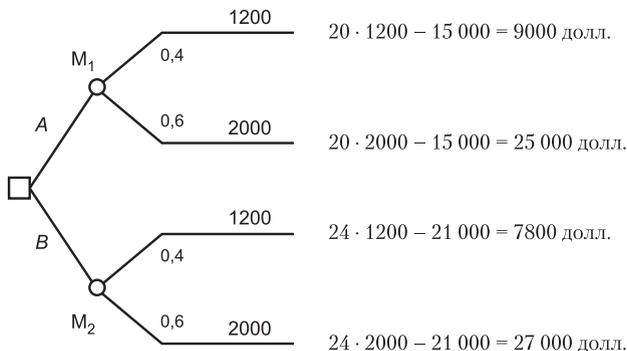
$$x_1 = 1200 \text{ единиц с вероятностью } 0,4;$$

$$x_2 = 2000 \text{ единиц с вероятностью } 0,6.$$

$$p(x_1) = 0,4; p(x_2) = 0,6.$$

Этап 4. Оценка математического ожидания возможного дохода

Выполняется с помощью дерева решений.



Из приведенных на схеме данных можно найти математическое ожидание возможного исхода по каждому проекту:

$$E(R_A) = 9000 \cdot 0,4 + 25\,000 \cdot 0,6 = 18\,600 \text{ долл.}$$

$$E(R_B) = 7800 \cdot 0,4 + 27\,000 \cdot 0,6 = 19\,320 \text{ долл.}$$

Таким образом, вариант с приобретением станка M2 является экономически более целесообразным.

Мы рассмотрели наиболее общие подходы к формализации прогнозирования возможных действий, основанные на построении дерева решений. Этот метод весьма полезен в управленческом учете, при составлении бюджета капиталовложений и особенно в анализе на рынке ценных бумаг. Более подробно с возможностями этого метода в теоретическом и в практическом аспектах можно ознакомиться по имеющейся оригинальной и переводной литературе [Райфа].

5.4.3. Анализ чувствительности¹

В условиях неопределенности, что характерно для деятельности фирмы, заранее нельзя точно предсказать, каковы будут фактические значения той или иной величины через некоторое время. Однако для успешного планирования финансово-хозяйственной деятельности предприятия желательно предусмотреть изменения, которые могут произойти в будущих ценах на сырье и конечную продукцию предприятия, возможное падение или увеличение спроса на товары, производимые предприятием, и т. п. Для этого выполняется аналитическая процедура, называемая анализом чувствительности. Часто этот метод используется при анализе инвестиционных проектов, а также при прогнозировании величины чистой прибыли предприятия.

Рассмотрим суть данного метода на модели, описывающей взаимосвязь между чистой прибылью фирмы (P_n) и совокупностью укрупненных факторов, характеризующих доходы и расходы. Одно из простейших представлений может быть таким:

$$P_n = R - Ex - T, \quad (5.12)$$

где R – выручка;

Ex – расходы (постоянные и переменные);

T – сумма налога на прибыль, исчисленная по ставке $rT = 24\%$.

Табличное представление модели (5.9), а также базовый вариант расчета прибыли приведены в табл. 5.2.

Таблица 5.2

Показатель	Обозначение	Значение
Количество проданных единиц продукции	q	1000
Цена за 1 ед., руб.	p	500
Переменные расходы на единицу продукции	z	300
Выручка, руб.	R	500 000
Переменные расходы, руб.	VC	300 000
Валовый доход, руб.	P_m	200 000
Постоянные расходы, руб.	FC	100 000
Налогооблагаемая прибыль, руб.	P_T	100 000
Сумма налога на прибыль, руб.	T	24 000
Чистая прибыль, руб.	P_n	76 000

В условиях приведенных данных и сделанных обозначений формулу (5.12) можно преобразовать следующим образом:

$$P_n = [(p - z)q - FC](1 - r_T). \quad (5.13)$$

¹ Раздел написан в соавторстве с О. Н. Волковой.

Анализ чувствительности заключается в определении того, что будет, если один или несколько факторов изменят свою величину. Теоретически число сочетаний значений факторов бесконечно велико, поэтому анализ одновременного их изменения выполнить вручную исключительно сложно; задача облегчается с привлечением компьютера. Рассмотрим логику и технику оценки чувствительности чистой прибыли на примере изменения лишь одного фактора (например, объема продаж) при неизменности всех остальных. Оценка выполняется с помощью дифференцирования, а значение производной по q для модели (5.13) имеет вид

$$\frac{dP_n}{dq} = (p - z)(1 - r_T). \quad (5.14)$$

Подставляя в (5.14) исходные данные, можно найти, на сколько изменится прибыль при изменении количества реализованных экземпляров на единицу.

$$(500 - 300)(1 - 0,76) = 152 \text{ руб.}$$

Таким образом, каждая единица реализованной продукции делает вклад в прибыль в сумме 152 руб. (при условии превышения критического объема продаж)¹. Можно убедиться в правильности данного вывода, выполнив прямой расчет по исходным данным, когда объем реализованной продукции отклоняется на единицу от базового варианта, равного 1000 ед. (см. табл. 5.3).

Таблица 5.3

Показатель	Обозначение	Значение	
		Вариант 1	Вариант 2
Количество проданных экземпляров	q	999	1001
Цена за 1 шт., руб.	p	500	500
Выручка, руб.	R	499 500	500 500
Переменные затраты, руб.	VC	299 700	300 300
Валовый доход, руб.	P_m	199 800	200 200
Постоянные затраты, руб.	FC	100 000	100 000
Налогооблагаемая прибыль, руб.	P_T	99 800	100 200
Сумма налога на прибыль, руб.	T	23 952	24 048
Чистая прибыль, руб.	P_n	75 848	76 152
Отклонение P_n от базового значения, равного 76 000	ΔP_n	-152	152

¹ Критический объем продаж (Break-even Sales) — это объем продукции, доходы от продажи которой в точности покрывают совокупные расходы на ее производство и реализацию, обеспечивая тем самым нулевую прибыль. Иными словами, очередная единица продукции, проданная сверх критического объема продаж, будет приносить прибыль фирме, тогда как продажа «предыдущих» единиц шла лишь в покрытие затрат.

Анализ чувствительности позволяет определить силу реакции резуль- тативного показателя на изменение независимых, т. е. варьируе- мых, факторов.

На практике распространен один из вариантов анализа чувстви- тельности, когда построенную модель рассматривают для трех ситуа- ций – наилучшая, наиболее вероятная, наихудшая (в англоязычной литературе этот вид анализа носит название *hop-analysis* – от слов *best*, *optimistic*, *pessimistic*).

5.5. Финансовые вычисления как основа инструментария финансового менеджера

Методы финансовых вычислений занимают особое место в систе- ме инструментальных методов, находящихся в арсенале финансового менеджера, по целому ряду причин; выделим некоторые из них. Во-первых, в общей совокупности ресурсов предприятия доминирую- щую значимость приобретают финансовые ресурсы. Во-вторых, приня- тие управленческих решений финансового характера всегда осуществ- ляется в условиях неопределенности. В-третьих, следствием реальной самостоятельности предприятий становится «головная боль» руково- дства по поводу поиска источников финансирования и оптимизации инвестиционной политики. В-четвертых, устанавливая коммерческие отношения с контрагентом, можно полагаться исключительно на соб- ственную оценку его финансовой состоятельности.

В этих условиях обоснованность принимаемых управленческих решений (а многие из них по сути своей имеют финансовую природу) в значительной степени определяется качеством финансово-аналити- ческих расчетов. О необходимости систематизации финансовых вы- числений и повсеместном их внедрении через систему образования еще в дореволюционной России говорили многие видные теоретики бухгалтерского учета и финансов¹. И надо признать, развитие при- кладной финансовой аналитики в первой четверти XX в. в России бы- ло поставлено весьма серьезно как в теоретическом, так и в сугубо ути- литарном аспектах. Так, программа курса «Высшие финансовые вы-

¹ То, что именно бухгалтеры инициировали разработку курса финансовых вычислений и принимали активное участие в его пропаганде, не является чем-то сверхорди- нарным. Дело в том, что бухгалтеру всегда в той или иной степени приходится зани- маться счетными процедурами, имеющими отношение к управлению финансами. Дан- ный тезис особенно актуален для небольших предприятий, которые не могут себе позволить создание специализированной финансовой службы в своей оргструктуре. Поскольку малый бизнес существовал и скорее всего будет существовать всегда, вряд ли когда-нибудь канет в Лету потенциальное требование к бухгалтеру в отношении его умения выполнять финансово-аналитические расчеты.

числения», разработанная в те годы известным специалистом в области учета и финансов профессором Н. С. Лунским, очень высоко оценивалась современниками в сравнении с аналогичными обучающими программами, предлагавшимися в европейских университетах (подробнее см.: [Ковалев, Уланов, гл. 6]).

В плановом социалистическом хозяйстве анализ баланса и финансовые вычисления сравнительно быстро были трансформированы в анализ хозяйственной деятельности – направление, теоретически обосновывавшее методики управления предприятием в условиях централизованного планирования. Что касается блока финансовых дисциплин в целом, то его значимость была существенно снижена. Курс финансовых вычислений был выхолощен и низведен с университетского уровня до уровня техникумов: вероятно, считалось, что среднего специального образования достаточно для того, чтобы заниматься финансовыми операциями в СССР.

Внедрение элементов рыночной экономики (в частности, преобразование предприятий в реально самостоятельные) моментально изменило представление о роли финансовых вычислений. Дело в том, что большинство операций финансового характера предполагают учет фактора времени и наличие определенной системы уплачиваемых или получаемых вознаграждений за пользование тем или иным финансовым активом. С одной стороны, бесплатных источников финансирования практически не бывает; с другой стороны, почти всегда существуют варианты вложения денежных средств, обещающие ту или иную доходность, в зависимости от конкретных условий. Выбор оптимального варианта привлечения средств или их инвестирования в условиях множественности источников и направлений вложения не может быть сделан лишь на основе интуиции. Нужны некоторые формализованные аргументы количественного характера. Эти аргументы как раз и формируются с помощью методов финансовой математики.

В определенном смысле можно говорить о двух столпах в практике количественного обоснования решений финансового характера. Первый представляет собой умение рассчитывать аналитические индикаторы, позволяющие делать суждение об экономическом потенциале фирмы как о совокупности ее имущественных и финансовых возможностей в реализации целей. Второй – это умение рассчитывать индикаторы, позволяющие делать суждение об экономической выгодности протяженных во времени финансовых операций по привлечению денежных средств и по их инвестированию. Именно в последнем случае нужны финансовые вычисления.

Финансовые расчеты, на первый взгляд, довольно просты. Однако следует помнить, что значимость того или иного способа обоснования управленческого решения ни в коей мере не определяется одной лишь

сложностью задействованного математического инструментария. Обосновывая выбранный вариант действий, во главу угла надо ставить экономическую, финансовую природу операции; что касается используемого математического аппарата, то он имеет лишь вспомогательное значение.

Отсюда следует очевидный вывод: несмотря на кажущуюся простоту расчетов, методы финансовых вычислений исключительно важны именно в практической плоскости; они не приходят к специалисту вместе с дипломом о высшем или специальном образовании. Невозможно стать финансовым менеджером лишь читая общетеоретические монографии, учебники и руководства. Рутинная вычислительная практика, умение ориентироваться в методах, привлекаемых для получения ряда оценок, используются как формализованное обоснование принимаемого решения в области кредитования и финансирования.

Уместно подчеркнуть, что в следующей главе, посвященной финансовым вычислениям, будут рассмотрены и объяснены лишь наиболее типовые и часто встречающиеся в практике методы и приемы финансовых вычислений, составляющие некое базовое ядро счетно-аналитического инструментария финансового менеджера (бухгалтера, аналитика), используемого им для обоснования решений в отношении проектов инвестирования (куда вложить средства, какие направления инвестирования из имеющихся представляются наиболее выгодными, эффективными) и финансирования (откуда взять требуемые ресурсы и каким образом обеспечить эффективность привлечения источников финансирования). Читателю, желающему получить более полные и систематизированные знания в этой области, рекомендуем обратиться к специализированной литературе¹.

5.6. Моделирование в финансовом менеджменте

В финансовом менеджменте широко используются различные виды моделей. В широком смысле модель представляет собой любой образ, мысленный или условный аналог какого-либо объекта, процесса или явления, используемый в качестве его «заместителя» или «представителя». Известны различные классификации моделей в экономике. Весьма распространены дескриптивные, нормативные и предикатные модели, жестко детерминированные и стохастические модели, балансовые модели и др. В управлении финансами различные виды моделей применяются для описания имущественного и финансового

¹ Полный, подробный и логически заверченный курс финансовых вычислений представлен в работе [Ковалев, Уланов]; разбор многочисленных примеров на технику вычислений можно найти в работе [Уланов].

положения предприятия, характеристики стратегии финансирования деятельности предприятия в целом или отдельных ее видов, управления конкретными видами активов и обязательств, прогнозирования основных финансовых показателей, факторного анализа и др.

Многие модели и методы количественного финансового анализа заимствованы из разделов математики. С позиции теории их построение нередко обременяется рядом предпосылок, носящих теоретический характер и, в известной степени, имеющих оттенок искусственности. В частности, при характеристике рынков капитала это касается однородности ожиданий участников рынка, бесконечной делимости финансовых титулов, отсутствия транзакционных издержек, наличия определенных свойств функции полезности и др. При построении моделей факторного анализа налицо условность в обособлении некоторой группы факторов и игнорировании других факторов. При использовании методов корреляционно-регрессионного анализа далеко не всегда выполнены предпосылки о независимости и случайности переменных и т. д.

Подобная условность не должна смущать аналитика (менеджера), поскольку цель применения таких методов и моделей – пояснить и обосновать логику процессов, имеющих место на рынках капитала, в самом предприятии, в его взаимоотношениях с контрагентами. Что касается принятия конкретных решений финансового характера, то они в значительной степени основываются на неформализованных субъективных методах, которые, тем не менее, не отрицают необходимости учета формализованных алгоритмов и расчетов.

Приведем краткую характеристику отдельных моделей, используемых прежде всего при проведении анализа финансово-хозяйственной деятельности фирмы.

Дескриптивные модели (Descriptive Models). Эти модели описательного характера, являются основными для оценки имущественного и финансового состояния предприятия. К ним относятся построение системы отчетных балансов, представление финансовой отчетности в различных аналитических разрезах, вертикальный и горизонтальный анализ отчетности, система аналитических коэффициентов, аналитические записки к отчетности. Все эти модели основаны на использовании информации бухгалтерской отчетности.

В основе вертикального анализа лежит иное представление бухгалтерской отчетности – в виде относительных величин, характеризующих структуру обобщающих итоговых показателей. Обязательным элементом анализа служат динамические ряды этих величин, что позволяет отслеживать и прогнозировать структурные сдвиги в составе хозяйственных средств и источников их покрытия.

Горизонтальный анализ позволяет выявить тенденции изменения отдельных статей или их групп, входящих в состав бухгалтерской отчетности. В основе этого анализа лежит исчисление базисных темпов роста балансовых статей или статей отчета о прибылях и убытках.

Система аналитических коэффициентов – ведущий элемент анализа финансового состояния, применяемый различными группами пользователей: менеджерами, аналитиками, акционерами, инвесторами, кредиторами и др. Известны десятки этих показателей, поэтому для удобства они подразделяются на несколько групп. Чаще всего выделяют группы показателей, позволяющие дать комплексную оценку фирмы по таким направлениям, как: (1) имущественный потенциал, (2) ликвидность и платежеспособность, (3) финансовая устойчивость, (4) внутрифирменная эффективность, (5) прибыльность и рентабельность, (6) рыночная привлекательность. Общая характеристика системы индикаторов будет приведена в гл. 10.

Предикатные модели (Predictive Models) предсказательного, прогностического характера, используются для прогнозирования доходов предприятия и его будущего финансового состояния. Наиболее распространенными из них являются расчет точки критического объема продаж, построение прогностических финансовых отчетов, модели динамического анализа (жестко детерминированные факторные модели и регрессионные модели), модели ситуационного анализа.

Нормативные модели (Normative Models) позволяют сравнить фактические результаты деятельности предприятий с ожидаемыми, рассчитанными по бюджету. Эти модели используются, в основном, во внутреннем финансовом анализе. Их сущность сводится к формированию определенных группировок и аналитических разрезов (например, по технологическим процессам, видам изделий, центрам ответственности), последующему установлению нормативов по выбранным статьям доходов и расходов и к анализу отклонений фактических данных от этих нормативов. Анализ в значительной степени базируется на применении системы жестко детерминированных факторных моделей.

В анализе и финансовом менеджменте разработаны некоторые паллиативные варианты моделей, содержащие ключевые признаки каждой из приведенных трех групп моделей. Для примера можно упомянуть о прогнозной отчетности (Pro Forma Financial Statements) как модели ожидаемого состояния фирмы. Этот прием активно используется в крупных западных компаниях как элемент текущего финансового планирования или для оценки возможного банкротства. В каждой из этих ситуаций построение прогнозной отчетности осуществляется в рамках имитационного моделирования, т. е. построения отчетности в контексте различных вариантов развития событий, описываемых теми или иными значениями ключевых параметров.

Материалы для самостоятельной работы

Дайте определение следующим ключевым понятиям: общеэкономические методы, инструментальные методы, специальные методы управления финансами фирмы, методы факторного анализа, методы прогнозирования, методы теории принятия решений, фактор, факторный анализ, факторная модель, жестко детерминированная факторная модель, стохастическая модель, авторегрессия, имитационное моделирование, дерево решений, дескриптивная модель, предикатная модель, нормативная модель.

Вопросы для обсуждения

1. Как соотносятся между собой формализованные и неформализованные методы обоснования решений финансового характера? Можно ли и нужно ли говорить о доминанте одной из этих групп?
2. Как могут классифицироваться приемы и методы, находящиеся в арсенале финансового менеджера?
3. Дайте характеристику общеэкономическим методам управления финансами. В какой степени и какие из этих методов применяются на уровне фирмы? Приведите примеры.
4. Что понимается под инструментальными (количественными) методами принятия управленческих решений? Зачем они нужны? В чем смысл инструментальности? Приведите примеры.
5. Что понимается под специальными методами управления финансами? Приведите примеры.
6. В чем смысл факторного анализа? В каких разделах работы финансового менеджера присутствует факторный анализ?
7. В чем принципиальное различие между жестко детерминированными и стохастическими моделями? Охарактеризуйте их достоинства и недостатки. В каких разделах работы финансового менеджера они находят применение?
8. Дайте сравнительную характеристику методов прогнозирования. При каких условиях целесообразно применение того или иного метода?
9. Опишите основные количественные характеристики ряда динамики.
10. Как соотносятся между собой темп роста и темп прироста?
11. Как соотносятся между собой регрессионная и авторегрессионная модели? Когда предпочтительно использование той или иной модели? Когда эти модели могут быть применены в работе финансового менеджера?
12. В чем смысл имитационного моделирования? В каких областях деятельности финансового менеджера оно может выполняться?
13. Что такое дерево решений? Когда целесообразно пользоваться этим методом?
14. В чем смысл анализа чувствительности?
15. Что понимается под финансовыми вычислениями? В специальной литературе встречаются термины «финансовая арифметика», «финансовая математика», «финансовые расчеты», «финансовая стохастика». Обсудите соотношение этих терминов.

Глава 6

ЛОГИКА И ТЕХНИКА ФИНАНСОВЫХ ВЫЧИСЛЕНИЙ

После изучения этой главы вы сможете получить представление:

- о временной ценности денег;
- операциях дисконтирования и наращеня;
- видах ставок и схемах наращеня и дисконтирования;
- целесообразности применения той или иной схемы;
- оценке денежных потоков;
- видах аннуитетов и их оценке;
- финансовых таблицах.

6.1. Временная ценность денег

Переход к рыночной экономике, укрепление и стабилизация условий функционирования рыночных механизмов сопровождается появлением видов деятельности, имеющих для финансового менеджера предприятия принципиально новый характер. Как уже упоминалось, к их числу относятся две типовые задачи: эффективное вложение денежных средств и поиска и привлечение на приемлемых условиях источников финансирования. В условиях централизованно планируемой экономики на уровне обычного предприятия подобных задач практически не существовало. Причин было несколько.

Прежде всего ни юридические, ни физические лица официально, как правило, не располагали крупными свободными денежными средствами. В частности, денежные ресурсы предприятия жестко лимитировались прямыми или косвенными методами. Наличные деньги лимитировались путем установления Государственным банком максимального размера денежных средств, который мог находиться в кассе на конец рабочего дня. Сумма средств на расчетном счете ограничивалась косвенными методами, главным образом, путем изъятия средств в бюджет в конце отчетного периода, а также путем введения довольно жестких нормативов собственных оборотных средств.

Еще одна причина состояла в том, что практически единственный путь использования свободных денег был связан с размещением их под проценты в сберегательном банке. Стабильность экономического развития, оказавшаяся, как теперь принято говорить, застоем, гарантировала в этом случае не только сохранность денежных средств, но и их небольшой рост.

Что касается источников финансирования, то и здесь практически не было выбора. Денежные ресурсы не привлекались на коммерческих условиях, а выделялись уполномоченными государственными органа-

ми, что, естественно не способствовало их эффективному использованию.

Ситуация резко изменилась в последнее десятилетие XX в. Можно упомянуть о следующих основных моментах. Во-первых, были упразднены многие ограничения, в частности нормирование оборотных средств, что автоматически исключило один из основных регуляторов величины финансовых ресурсов на предприятии.

Во-вторых, кардинальным образом изменился порядок исчисления финансовых результатов и распределения прибыли. С введением новых форм собственности стало невозможным изъятие прибыли в бюджет волевым методом (как это делалось в отношении государственных предприятий), благодаря чему у предприятий появились свободные денежные средства.

В-третьих, как уже упоминалось выше, произошла существенная переоценка роли финансовых ресурсов, т. е. появилась необходимость грамотного управления ими, причем в разных аспектах – по видам, по назначению, во времени и т. д.

В-четвертых, появились принципиально новые виды финансовых ресурсов, в частности, возросла роль денежных эквивалентов, в управлении которыми временной аспект имеет решающее значение.

В-пятых, произошли принципиальные изменения в вариантах инвестиционной политики. Переход к рынку открывает новые возможности приложения капитала: вложения в коммерческие банки, участие в разного рода рискованных предприятиях и проектах, приобретение ценных бумаг, недвижимости и т. п. Размещая капитал в одном из выбранных проектов, финансовый менеджер планирует не только со временем вернуть вложенную сумму, но и получить экономический эффект.

В-шестых, в условиях свойственной переходному периоду финансовой нестабильности, проявляющейся в устойчиво высоких темпах инфляции и снижении объемов производства, стало невыгодным хранить деньги даже в государственном банке. Многие предприятия на своем опыте познали простую истину: в условиях инфляции денежные ресурсы, как и любой другой вид активов, должны обращаться и, по возможности, быстрее. Таким образом, деньги приобретают еще одну характеристику, доселе неведомую широкому кругу людей, но объективно существующую, – временную ценность.

В-седьмых, по мере становления коммерческих банков и крупных частных предприятий существенно меняется система финансирования. Сформировался и постоянно расширяется круг потенциальных источников финансирования, альтернативных государственному.

Иными словами, появились новые возможности в отношении и привлечения, и инвестирования финансовых ресурсов. Все эти возможности имеют одну общую черту, являющуюся по сути ключевой, –

временная ценность задействованных в финансовой операции средств. Данный параметр можно рассматривать в двух аспектах.

Первый аспект связан с обесценением денежной наличности с течением времени. Представим, что предприятие имеет временно свободные денежные средства в размере 5 млн руб., а инфляция составляет 20% в год (т. е. цены увеличиваются в 1,2 раза). Это означает, что уже в следующем году, если хранить деньги «в чулке», они уменьшатся по своей покупательной способности и составят в ценах текущего дня лишь 4,17 млн руб.

Второй аспект связан с обращением капитала (денежных средств). Для понимания существа дела рассмотрим пример.

Пример

Предприятие имеет возможность участвовать в некоторой деловой операции, которая принесет доход в размере 10 млн руб. по истечении двух лет. Предлагается выбрать вариант получения доходов: либо по 5 млн руб. по истечении каждого года, либо единовременное получение всей суммы в конце периода.

Даже на житейском уровне очевидно, что второй вариант получения доходов явно невыгоден по сравнению с первым. Это проистекает из того, что сумма, полученная в конце первого года, может быть вновь пущена в оборот и, таким образом, может принести дополнительные доходы. На первый взгляд, такой вывод очевиден и не требует каких-то специальных знаний, однако проблема выбора моментально усложнится, если немного изменить условие задачи; например, доходы таковы: в первый год – 4 млн руб., а во второй – 5 млн руб. В этом случае уже не очевидно, какой вариант предпочтительнее. Приведенный пример можно усложнять и дальше, вводя дополнительные условия (инфляция, стохастичность величины доходов, выплачиваемых единовременно и периодически, оказание дополнительных услуг и т. п.).

Даже эти простейшие примеры позволяют сделать очевидное предположение: скорее всего практически любая финансовая операция должна учитывать фактор времени, а потому обоснованное принятие решений по поводу привлечения финансовых ресурсов и их инвестирования с необходимостью должно базироваться на некоторых счетных алгоритмах и методах. Суть этих алгоритмов – учет временной стоимости денег и сравнение эффективности альтернативных вариантов операции через систему процентных ставок. Рассматриваемые в совокупности, они являются одним из основных элементов практически любой системы финансового менеджмента. Наиболее интенсивно финансовые расчеты применяются для оценки инвестиционных проектов, в операциях на рынке ценных бумаг, в ссудозаемных операциях, в оценке бизнеса и др.

Проблема «деньги–время» не нова, поэтому уже разработаны удобные модели и алгоритмы, позволяющие ориентироваться в истинной цене будущих доходов с позиции текущего момента. Коротко охарактеризуем их в теоретическом и практическом аспектах. Ниже будут приведены лишь базовые счетные формулы и алгоритмы, которыми, на наш взгляд, просто обязан владеть специалист, которому по долгу службы приходится иметь дело с принятием решений финансового характера. При этом акцент будет сделан на объяснение логики вычислительных процедур. Для более систематизированной и углубленной подготовки в этой области требуется ознакомление со специализированной литературой и навыки в практической деятельности.

6.2. Операции наращивания и дисконтирования

Логика построения основных алгоритмов проста и основана на следующей идее. Простейшим видом финансовой сделки является однократное предоставление в долг некоторой суммы PV с условием, что через некоторое время t будет возвращена большая сумма FV . Как известно, результативность подобной сделки может быть охарактеризована двояко: либо с помощью абсолютного показателя – прироста ($FV - PV$), либо путем расчета некоторого относительного показателя. Абсолютные показатели чаще всего не подходят для подобной оценки ввиду их несопоставимости в пространственно-временном аспекте. Поэтому пользуются специальным коэффициентом – ставкой. Этот показатель рассчитывается отношением приращения исходной суммы к базовой величине, в качестве которой, очевидно, можно взять либо PV , либо FV . Таким образом, ставка рассчитывается по одной из двух формул:

$$r_t = \frac{FV - PV}{PV}, \quad (6.1)$$

$$d_t = \frac{FV - PV}{FV}. \quad (6.2)$$

В финансовых вычислениях первый показатель имеет следующие названия: «процентная ставка», «процент», «рост», «ставка процента», «норма прибыли», «доходность», а второй – «учетная ставка», «дисконтная ставка», «дисконт». Очевидно, что обе ставки взаимосвязаны, т. е. зная один показатель, можно рассчитать другой.

$$r_t = \frac{d_t}{1 - d_t} \text{ или } d_t = \frac{r_t}{1 + r_t}.$$

Оба показателя могут выражаться либо в долях единицы, либо в процентах. Различие в этих формулах состоит в том, какая величина

берется за базу сравнения: в формуле (6.1) – исходная сумма, в формуле (6.2) – возвращаемая сумма.

Как же соотносятся между собой эти показатели? Очевидно, что $r_t > d_t$, а степень расхождения зависит от уровня процентных ставок, имеющих место в конкретный момент времени. Так, если $r_t = 8\%$, $d_t = 7,4\%$, т. е. расхождение сравнительно невелико; если $r_t = 80\%$, то $d_t = 44,4\%$, т. е. ставки существенно различаются по величине.

В прогнозных расчетах, например, при оценке инвестиционных проектов, как правило, имеют дело с процентной ставкой, хотя обычно это не оговаривается. Объяснение этому может быть таким. Во-первых, анализ инвестиционных проектов, основанный на формализованных алгоритмах, может выполняться лишь в относительно стабильной экономике, когда уровни процентных ставок невелики и сравнительно предсказуемы – в том смысле, что их значения не могут измениться в несколько раз или на порядок, как это имело место в России в переходный период от централизованно планируемой экономики к рыночной экономике. Если вероятно значительная вариабельность процентных ставок, должны применяться другие методы анализа и принятия решений, основанные, главным образом, на неформализованных критериях. При разумных значениях ставок расхождения между процентной и дисконтной ставками, как мы видели, относительно невелики, и потому в прогнозных расчетах вполне может быть использована любая из них. Во-вторых, прогнозные расчеты не требуют повышенной точности, поскольку результатами таких расчетов являются ориентиры, а не точные оценки. Поэтому, исходя из логики подобных расчетов, предполагающих их многовариантность, а также использование вероятностных оценок и имитационных моделей, излишняя точность не требуется.

Следует обратить внимание читателя на следующее весьма важное обстоятельство. В формулах (6.1) и (6.2) пока не акцентируется внимание на продолжительности периода, однако из алгоритма расчета с очевидностью следует, что обе ставки являются функцией времени: чем длительнее период, тем существеннее должно быть различие между суммовыми величинами PV и FV , а потому с изменением продолжительности временного интервала, т. е. продолжительности финансовой операции, должна меняться и ставка. Поскольку финансовые операции могут длиться от нескольких дней до нескольких лет, необходимо всегда помнить следующее правило: *процентная ставка в финансовой операции должна быть некоторым образом увязана с продолжительностью операции*. Обычно это делается путем задания некоторого базисного интервала, к которому привязывается ставка (год, квартал, месяц, день). Чаще всего характеристика финансовой операции делается с помощью годовой процентной ставки.

Процесс, в котором заданы исходная сумма и ставка (процентная или учетная), в финансовых вычислениях называется *наращением*, искомая величина – *наращенной суммой*, а используемая в операции ставка – *ставкой наращивания*. Процесс, в котором заданы ожидаемая в будущем к получению (возвращаемая) сумма и ставка, называется *дисконтированием*, искомая величина – *дисконтированной суммой* (иногда используется термин *приведенная сумма*), а используемая в операции ставка – *ставкой дисконтирования*. В первом случае речь идет о движении денежного потока от настоящего к будущему, во втором – о движении от будущего к настоящему (рис. 6.1).

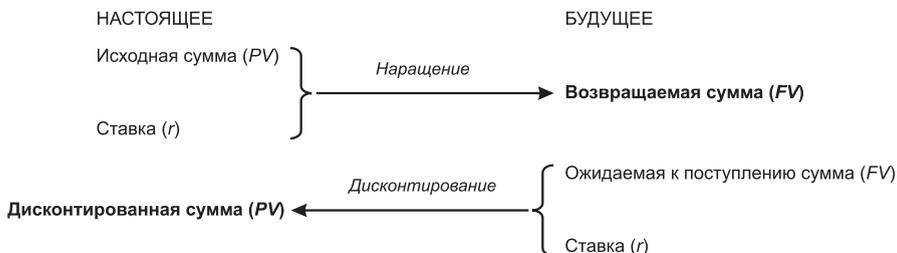


Рис. 6.1. Логика финансовых операций

Итак, в любой простейшей финансовой сделке, предполагающей учет фактора времени с помощью операций наращивания и (или) дисконтирования, следующие три параметра являются ключевыми: (а) схема наращивания (дисконтирования), (б) используемая ставка, (в) продолжительность базисного периода (т. е. выбранное дробление финансовой операции на базисные периоды); при этом две величины предполагаются заданными, а одна является искомой.

Экономический смысл финансовой операции, задаваемой формулой (6.1), состоит в определении величины той суммы, которой будет или желает располагать инвестор по окончании этой операции. Поскольку из формулы (6.1)

$$FV = PV + PV \cdot r_t \quad (6.3)$$

и $PV \cdot r_t > 0$,

то видно, что время генерирует деньги.

Разность $I = (FV - PV)$ называется *процентом*. Это величина дохода от предоставления в долг денежной суммы PV . (Заметим, что в математике процентом называют сотую долю некоторого числа, что, естественно, отличается от экономического понятия «процент».)

На практике доходность является величиной непостоянной, зависящей, главным образом, от степени риска, ассоциируемого с видом

бизнеса, в который сделано инвестирование капитала. Связь здесь прямо пропорциональная: чем рискованнее бизнес, тем выше значение доходности. Считается, что наименее рискованы вложения в государственные ценные бумаги или в государственный банк, однако доходность операции в этом случае относительно невысока.

Величина FV показывает как бы будущую стоимость «сегодняшней» величины PV при заданном уровне доходности.

Поскольку из формулы (6.2)

$$PV = FV \cdot (1 - d_t) \quad (6.4)$$

$$\text{и } (1 - d_t) < 1,$$

то опять приходим к выводу, что время генерирует деньги.

Экономический смысл дисконтирования заключается во временном упорядочении денежных потоков различных временных периодов. Одна из интерпретаций ставки, используемой для дисконтирования, такова: ставка показывает, какой ежегодный процент возврата хочет (или может) иметь инвестор на инвестируемый им капитал. В этом случае искомая величина PV показывает как бы текущую, «сегодняшнюю» стоимость будущей величины FV .

Пример

Предприятие получило кредит на один год в размере 5 млн руб. с условием возврата 10 млн руб.

В этом случае с помощью формул (6.1) и (6.2) несложно рассчитать, что процентная ставка равна 100%, а дисконт – 50%.

Итак, наращивание и дисконтирование – две взаимообратные операции, согласующиеся логически и алгоритмически. Они обеспечивают сопоставимость величин PV и FV с учетом фактора времени и предполагаемой (или требуемой) нормы прибыли. Наращивание позволяет получить оценку той суммы FV , на которую можно рассчитывать в будущем, инвестировав некоторым образом исходную сумму PV . Дисконтирование позволяет дать оценку ценности ожидаемой суммы с позиции более раннего момента времени и учета временной ценности денег. Если PV – дисконтированная величина ожидаемой к получению суммы FV , то наиболее наглядная интерпретация этих оценок такова: PV показывает, сколько инвестор готов заплатить «сегодня» за возможность получения суммы FV «завтра» (т. е. в будущем). В известном смысле PV и FV равны, т. е. инвестору безразлично, обладать ли суммой PV «сегодня» или суммой FV «завтра». PV – это осторожная оценка суммы FV . Связывающая величины PV и FV процентная ставка характеризует уровень эффективности соответствующей финансовой операции, заключающейся в том, что инвестор отказывается от PV «сегодня» в пользу FV «завтра», что автоматически предполагает за это

долготерпение некоторое вознаграждение в виде превышения FV над PV . Чем выше ставка и чем большее число базисных периодов между моментами, в который ожидается получение FV и к которому эта величина дисконтируется, тем больше различие между PV и FV . Поскольку продолжительность финансовой операции обычно predetermined, т. е. известно, когда можно ожидать получение FV , осторожность в оценке FV , с позиции предшествующего момента времени, достигается за счет варьирования процентной ставкой, причем чем выше значение ставки, тем меньше значение PV , т. е. более осторожно оценивается ценность ожидаемой в будущем суммы FV .

Заканчивая раздел, уместно напомнить о том, что идея наращивания и дисконтирования, в том числе в приложении к экономике, имеет давнюю историю. Таблицы сложных процентов были впервые разработаны и опубликованы математиками Я. Тренченом (Jan Trenchant) и С. Стевином (Simon Stevin, 1548–1620) соответственно в 1558 и 1582 гг., причем именно Стевин высказал идею о возможности использования чистой дисконтированной стоимости для оценки финансовых инвестиций [The History of Accounting, p. 208]. Однако лишь в конце XIX в. эта идея получила активное развитие в работах экономистов. Так, в 1887 г. американский инженер А. Веллингтон (A. Wellington) опубликовал работу «Экономическая теория размещения железных дорог», в которой предложил подход к обоснованию целесообразности строительства новой дороги на основе сопоставления дисконтированных значений прогнозных притоков и оттоков денежных средств. В 1891 г. английский бухгалтер Ф. Мор (Francis More) впервые предложил оценивать гудвилл исходя из генерируемых им дополнительных доходов [Kam, p. 401–403]. Идея дисконтирования активно использовалась А. Маршаллом (Alfred Marshall, 1842–1924) и И. Фишером (Irving Fisher, 1867–1947) при изложении логики и техники бюджетирования капиталовложений и оценки инвестиционных альтернатив. На наращивании и дисконтировании основаны алгоритмы решений на рынках ценных бумаг.

6.3. Процентные ставки и методы их начисления

Ссудозаемные операции, составляющие основу коммерческих вычислений, имеют давнюю историю. Именно в этих операциях и проявляется прежде всего необходимость учета временной ценности денег. Несмотря на то что в основе расчетов при анализе эффективности ссудозаемных операций заложены простейшие, на первый взгляд, схемы начисления процентов, эти расчеты многообразны ввиду вариативности условий финансовых контрактов в отношении частоты и способов начисления, а также вариантов предоставления и погашения ссуд.

6.3.1. Понятия простого и сложного процентов

Предоставляя свои денежные средства в долг, их владелец получает определенный доход в виде процентов, начисляемых по некоторому алгоритму в течение определенного промежутка времени. Поскольку стандартным временным интервалом в финансовых операциях является один год, наиболее распространен вариант, когда процентная ставка устанавливается в виде годовой ставки, подразумевающей однократное начисление процентов по истечении года после получения ссуды. Известны две основные схемы дискретного начисления: схема простых процентов (*simple interest*) и схема сложных процентов (*compound interest*).

Схема простых процентов предполагает неизменность базы, с которой происходит начисление. Пусть исходный инвестируемый капитал равен P ; требуемая доходность – r (в долях единицы). Считается, что инвестиция сделана на условиях *простого процента*, если инвестированный капитал ежегодно увеличивается на величину Pr . Таким образом, размер инвестированного капитала (R_n) через n лет будет равен

$$R_n = P + Pr + \dots + Pr = P(1 + nr). \quad (6.5)$$

Считается, что инвестиция сделана на условиях *сложного процента*, если очередной годовой доход исчисляется не с исходной величины инвестированного капитала, а с общей суммы, включающей ранее начисленные и не востребованные инвестором проценты. В этом случае происходит капитализация процентов по мере их начисления, т. е. база, с которой начисляются проценты, все время возрастает. Следовательно, размер инвестированного капитала будет равен

к концу первого года: $FV_1 = P + Pr = P(1 + r)$;

к концу второго года: $FV_2 = F_1 + F_1 r = F_1(1 + r) = P(1 + r)^2$;

...

к концу n -го года: $FV_n = P(1 + r)^n$.

Как же соотносятся величины R_n и FV_n ? Это чрезвычайно важно знать при проведении финансовых операций. Все зависит от величины n . Сравним множители наращения по простым и сложным процентам, т. е. сравним $(1 + nr)$ и $(1 + r)^n$. Очевидно, что при $n = 1$ эти множители совпадают и равны $(1 + r)$. Можно показать, что при любом r справедливы неравенства $(1 + nr) > (1 + r)^n$, если $0 < n < 1$ и $(1 + nr) < (1 + r)^n$, если $n > 1$. Итак,

- $R_n > FV_n$ при $0 < n < 1$;
- $R_n < FV_n$ при $n > 1$.

Графически взаимосвязь FV_n и R_n можно представить следующим образом (рис. 6.2).

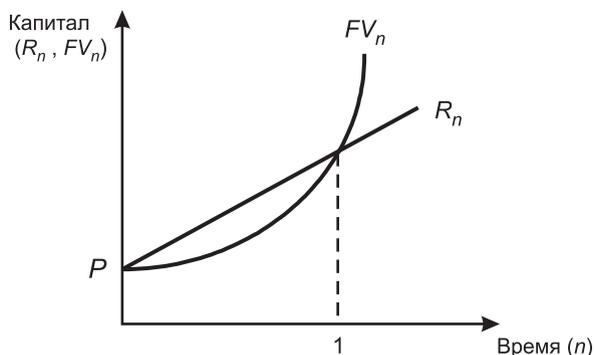


Рис. 6.2. Простая и сложная схемы наращения капитала

Таким образом, в случае ежегодного начисления процентов для лица, предоставляющего кредит:

- более выгодной является схема простых процентов, если срок ссуды менее одного года (проценты начисляются однократно в конце периода);
- более выгодной является схема сложных процентов, если срок ссуды превышает один год (проценты начисляются ежегодно);
- обе схемы дают одинаковые результаты при продолжительности периода 1 год и однократном начислении процентов.

В случае краткосрочных ссуд со сроком погашения до одного года в качестве показателя n берется величина, характеризующая удельный вес длины подпериода (дни, месяц, квартал, полугодие) в общем периоде (год). Длина различных временных интервалов в расчетах может округляться: месяц – 30 дней; квартал – 90 дней; полугодие – 180 дней; год – 360 (365 или 366) дней.

Пример

Рассчитать наращенную сумму с исходной суммы в 1 тыс. долл. при размещении ее в банке на условиях начисления простых и сложных процентов, если: а) годовая ставка 20%; б) периоды наращения: 90 дней, 180 дней, 1 год, 5 лет, 10 лет. Полагать, что в году 360 дней.

Результаты расчетов имеют следующий вид.

(тыс. долл.)

Схема начисления	90 дней ($n = 1/4$)	180 дней ($n = 1/2$)	1 год ($n = 1$)	5 лет ($n = 5$)	10 лет ($n = 10$)
Простые проценты	1,05	1,10	1,20	2,0	3,0
Сложные проценты	1,0466	1,0954	1,20	2,4883	6,1917

Таким образом, если денежные средства размещены в банке на срок 90 дней (менее одного года), то наращенная сумма составит: при ис-

пользовании схемы простых процентов – 1,05 тыс. долл.; при использовании схемы сложных процентов – 1,0466 тыс. долл. Следовательно, более выгодна первая схема (разница – 3,4 долл.). Если срок размещения денежных средств превышает один год, ситуация меняется диаметрально: более выгодна схема сложных процентов, причем наращение в этом случае идет очень быстрыми темпами. Так, при ставке в 20% годовых удвоение исходной суммы происходит следующим темпом: при использовании схемы простых процентов за 5 лет, а при использовании схемы сложных процентов – менее чем за 4 года.

Использование в расчетах сложного процента в случае многократного его начисления более логично, поскольку в этом случае капитал, генерирующий доходы, постоянно возрастает. При применении простого процента доходы по мере их начисления целесообразно снимать для потребления или использования в других инвестиционных проектах или текущей деятельности.

Итак, формула наращения по схеме сложных процентов имеет вид

$$FV_n = P(1+r)^n = PFM1(r,n), \quad (6.6)$$

где FV_n – сумма, ожидаемая к поступлению через n базисных периодов;

CF – исходная сумма;

r – ставка наращения;

$FM1(r,n)$ – мультиплицирующий множитель.

Множитель $FM1(r,n) = (1+r)^n$ инвариантен по отношению к суммовым величинам, а потому для удобства пользования его можно табулировать для различных комбинаций r и n (см. Приложение 3). Этот множитель называется *мультиплицирующим множителем для единичного платежа*. Формула сложных процентов является одной из базовых формул в финансовых вычислениях.

Экономический смысл множителя $FM1(r,n)$: он показывает, чему будет равна одна денежная единица (один рубль, один доллар, одна иена и т. п.) через n периодов при заданной процентной ставке r , т. е. он оценивает будущую стоимость одной денежной единицы. Подчеркнем, что при пользовании этой и последующими финансовыми таблицами необходимо следить за соответствием длины периода и процентной ставки. Так, если базисным периодом начисления процентов является квартал, то в расчетах должна использоваться квартальная ставка.

В практических расчетах для наглядной и быстрой оценки эффективности предлагаемой ставки наращения при реализации схемы сложных процентов пользуются приблизительным расчетом времени, необходимого для удвоения инвестированной суммы, известным как правило 72-х. Это правило заключается в следующем: если r – про-

центная ставка, выраженная в процентах, то $k = \frac{72}{r}$ представляет собой число периодов, за которое исходная сумма приблизительно удвоится. Это правило хорошо срабатывает для небольших значений r (до 20%). Так, если годовая ставка $r = 12\%$, то $k = 6$ годам. Подчеркнем, что здесь речь идет о периодах начисления процентов и соответствующей данному периоду ставке. Если базисным периодом, т. е. периодом наращивания, является половина года, то в расчете должна использоваться полугодовая ставка. Следует также обратить внимание на то, что хотя в большинстве финансовых расчетов процентная ставка берется в долях единицы, в формуле алгоритма правила 72-х ставка взята в процентах.

6.3.2. Области применения схемы простых процентов

На практике многие финансовые операции выполняются в рамках одного года, при этом могут использоваться различные схемы и методы начисления процентов. Рассмотрим часто встречающиеся ситуации, когда активно применяется схема простых процентов.

Краткосрочный кредит. В этом случае денежные средства заемщику предоставляются на срок до одного года и, как правило, с однократным начислением процентов. Как отмечалось выше, в этом случае для кредитора, диктующего чаще всего условия финансового контракта, более выгодна схема простых процентов; при этом в расчетах используют промежуточную процентную ставку, которая равна доле годовой ставки, пропорциональной доле временного интервала в году.

Общий алгоритм наращивания некоторой исходной суммы по схеме простых процентов при заданной доходности r (в долях единицы) описывается формулой (6.5). Если $n < 1$ (это, напомним, и есть ситуация, когда схема простых процентов более предпочтительна по сравнению со схемой сложных процентов), формулу (6.5) можно представить следующим образом:

$$FV = PV(1 + fr) \text{ или } FV = PV\left(1 + \frac{t}{T}r\right) \text{ или } FV = PV\left(1 + t\frac{r}{T}\right), \quad (6.7)$$

где PV – величина наращиваемого капитала;

FV – величина наращенного капитала;

r – годовая процентная ставка в долях единицы;

t – продолжительность финансовой операции в днях (первый и последний дни операции считаются за один день);

T – количество дней в году;

f – относительная продолжительность финансовой операции в долях единицы.

Для понимания сути краткосрочной операции наращивания капитала, вероятно, наиболее наглядно последнее представление в (6.7), из которого видно, что получаемое по итогам операции наращивание рассчитывается умножением исходного капитала P на произведение дневной ставки $\left(\frac{r}{T}\right)$ на продолжительность финансовой операции (t). Заметим в этой связи, что в представлении (6.7) выполнено упоминавшееся в комментарии к формулам (6.1) и (6.2) правило о соответствии ставки и периода; продолжительность операции оценена в днях, потому сделан переход к дневной ставке.

Определяя продолжительность финансовой операции, принято день выдачи и день погашения кредита считать за один день. В зависимости от того, чему берется равной продолжительность года (квартала, месяца), размер промежуточной процентной ставки может быть различным. Возможны два варианта:

- точный процент, определяемый, исходя из точного числа дней в году (365 или 366), в квартале (от 89 до 92), в месяце (от 28 до 31);
- обыкновенный процент, определяемый, исходя из приближенного числа дней в году, квартале и месяце (соответственно 360, 90, 30).

При определении продолжительности периода, на который выдан кредит, также возможны два варианта:

- принимается в расчет точное число дней пользования кредитом (расчет ведется по дням);
- принимается в расчет приблизительное число дней пользования кредитом (исходя из продолжительности месяца в 30 дней).

Для упрощения процедуры расчета точного числа дней пользуются специальными таблицами (одна для обычного года, другая – для високосного), в которых все дни в году последовательно пронумерованы. Продолжительность финансовой операции определяется вычитанием номера первого дня из номера последнего дня (см. Приложение 4).

В том случае, когда в расчетах используется точный процент, берется и точная величина продолжительности финансовой операции; при использовании обыкновенного процента может применяться как точное, так и приближенное число дней пользования кредитом. Таким образом, расчет может выполняться одним из трех способов:

- обыкновенный процент с точным числом дней (применяется в Бельгии, Франции);
- обыкновенный процент с приближенным числом дней (Германия, Дания, Швеция);
- точный процент с точным числом дней (Великобритания, США).

В практическом смысле эффект от выбора того или иного способа зависит от значительности суммы, фигурирующей в финансовой операции. Но и так ясно, что использование обыкновенных процентов с точным числом дней ссуды, как правило, дает больший результат, чем применение обыкновенных процентов с приближенным числом дней пользования кредитом.

Пример

Предоставлен кредит в размере 7 млн руб. 10 февраля с погашением 10 июня под 20% годовых (год невисокосный). Рассчитать разными способами сумму к погашению (FV).

Решение

Величина уплачиваемых за пользование кредитом процентов зависит от числа дней, которое берется в расчет. Точное число дней определяется по таблице с номерами дней года (см. Приложение 4): $161 - 41 = 120$ дн. Приближенное число дней кредита рассчитывается следующим образом: 18 дней февраля ($59 - 41$) + 90 дн. (по 30 дней каждого из трех месяцев: март, апрель, май) + 10 дней июня = 118 дн.

Возможные варианты возврата долга определяются с помощью формулы (6.7):

1. В расчет принимаются точные проценты и точное число дней пользования кредитом.

$$FV = 7 \cdot \left(1 + \frac{120}{365} \cdot 0,2 \right) = 7,460 \text{ млн руб.}$$

2. В расчет принимаются обыкновенные проценты и точное число дней пользования кредитом.

$$FV = 7 \cdot \left(1 + \frac{120}{360} \cdot 0,2 \right) = 7,467 \text{ млн руб.}$$

3. В расчет принимаются обыкновенные проценты и приближенное число дней пользования кредитом.

$$FV = 7 \cdot \left(1 + \frac{118}{360} \cdot 0,2 \right) = 7,459 \text{ млн руб.}$$

Учет векселя банком. Это еще одна весьма распространенная операция краткосрочного характера, для оценки которой используется схема простых процентов, с тем лишь отличием, что в расчете применяется дисконтная ставка. Одна из причин состоит в том, что векселя могут оформляться по-разному, однако чаще всего банку приходится иметь дело с суммой к погашению, т. е. с величиной FV . Схема действий в этом случае может быть следующей.

Владелец векселя на сумму FV предъявляет его банку, который соглашается учесть его, т. е. купить, удерживая в свою пользу часть вексельной суммы, которая нередко также называется дисконтом. В этом

случае банк предлагает владельцу сумму (PV), исчисляемую, исходя из объявленной банком ставки дисконтирования (d). Очевидно, что чем выше значение дисконтной ставки, тем большую сумму удерживает банк в свою пользу. Расчет выдаваемой банком суммы ведется с помощью одного из представлений формулы (6.8), являющейся следствием формулы (6.4):

$$PV = FV(1 - fd) \text{ или } PV = FV\left(1 - \frac{t}{T}d\right) \text{ или } PV = FV\left(1 - t\frac{d}{T}\right), \quad (6.8)$$

где FV – сумма по векселю;

PV – предлагаемая банком сумма в обмен на учитываемый вексель;

d – годовая учетная ставка в долях единицы;

t – продолжительность финансовой операции в днях (число дней, оставшихся до погашения векселя с момента его учета банком);

T – количество дней в году;

f – относительная продолжительность финансовой операции в долях единицы.

Пример

Векселедержатель предъявил для учета вексель на сумму 50 тыс. руб. со сроком погашения 28.09.2006 г. Вексель предъявлен 13.09.2006 г. Банк согласился учесть вексель по учетной ставке 30% годовых. Определить сумму, которую векселедержатель получит от банка.

Величина этой суммы рассчитывается по формуле (6.8) и составит

$$PV = 50 \cdot \left(1 - \frac{15}{360} \cdot 0,3\right) = 49,375 \text{ тыс. руб.}$$

Разность между FV (номинальной величиной векселя) и PV (дисконтированной величиной векселя) представляет собой комиссионные, удерживаемые банком в свою пользу за предоставленную услугу; в данном примере она составила 625 руб.

Можно выполнить и более глубокий факторный анализ. Дело в том, что доход банка при учете векселя складывается из двух частей: процентов по векселю, причитающихся за время, оставшееся до момента погашения векселя, и собственно комиссионных за предоставленную услугу. Как уже упоминалось выше, теоретическая дисконтная ставка меньше процентной. Однако на практике, устанавливая дисконтную ставку, банк, как правило, повышает ее в зависимости от условий, на которых выдан вексель, риска, связанного с его погашением, комиссионных, которые банк считает целесообразным получить за оказанную услугу, и т. п. Поскольку величина процентов по векселю за период с момента учета до момента погашения предопределена, банк может варьировать лишь размером комиссионных путем изменения

учетной ставки. Прежде чем рассмотреть пример, изложим логику факторного анализа дохода банка в этом случае.

Введем следующие обозначения: PV – стоимость векселя в момент его оформления; P_1 – теоретическая стоимость векселя в момент учета; P_2 – предлагаемая банком сумма в обмен на вексель; FV – стоимость векселя к погашению; Δ_0 – общий доход банка от операции.

Из формул (6.7) и (6.8) видно, что функции $PV = f(t)$ и $FV = g(t)$ являются линейными относительно t , т. е. процессы перехода $PV \rightarrow FV$ и $FV \rightarrow PV$, а также структура факторного разложения при учете векселей могут быть представлены графически (рис. 6.3).

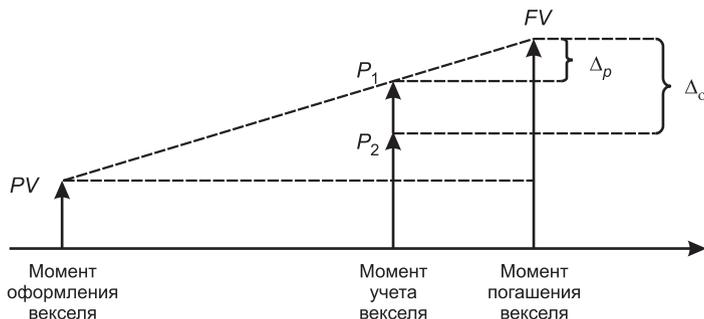


Рис. 6.3. Логика факторного разложения дохода банка при учете векселя

Скорость наращивания стоимости векселя, т. е. наклон прямой $\{PV, FV\}$, зависит от уровня процентной ставки r , согласованной между векселедателем и векселедержателем. По мере приближения срока погашения векселя его теоретическая стоимость постоянно возрастает на сумму причитающихся за истекший период процентов; таким образом, в момент учета векселя она составит величину P_1 , которую можно рассчитать по формуле (6.7). Таким образом, учитывая вексель в банке, его владелец теоретически мог бы рассчитывать на сумму P_1 , а факт ее получения означал бы, что с момента учета векселя кредитором векселедателя фактически становится банк. Вряд ли такое положение устраивает менеджеров банка, поскольку не очевидно, что заложенная в векселе доходность в размере ставки r будет привлекательна для банка. Именно поэтому предлагаемая банком сумма P_2 , которая рассчитывается по формуле (6.8), исходя из стоимости векселя к погашению и предлагаемой банком дисконтной ставки d , в принципе не связанной со ставкой r , в подавляющем большинстве случаев меньше теоретической стоимости векселя. Разность $\Delta_c = (P_1 - P_2)$ представляет собой сумму комиссионных, получаемых банком за услугу, оказываемую векселедержателю. С позиции последнего эта сумма представляет собой затраты, т. е. плату за возможность более быстрого получения наличных. Помимо комиссионных банк получает проценты за период

с момента учета до момента погашения векселя, сумма которых рассчитывается по формуле: $\Delta_p = FV - P_1$. Таким образом, общий доход банка от операции составит $\Delta_o = \Delta_p + \Delta_c = FV - P_2$. Отметим, что реальные потери векселедержателя составляют величину $\Delta_c = P_1 - P_2$, а не сумму $(FV - P_2)$, как это кажется на первый взгляд. Дело в том, что с момента учета векселя кредитором становится банк, поэтому ему и передаются проценты за оставшийся период.

Пример

Предприятие продало товар на условиях потребительского кредита с оформлением простого векселя: номинальная стоимость 150 тыс. руб., срок векселя – 60 дней, ставка процента за предоставленный кредит – 15% годовых. Через 45 дней с момента оформления векселя предприятие решило учесть вексель в банке; предложенная банком дисконтная ставка составляет: (1) 20%; (2) 25% годовых. Рассчитать суммы, получаемые предприятием и банком, если используются обыкновенные проценты с точным числом дней.

Решение

Будущая стоимость векселя FV к моменту его погашения, рассчитанная по формуле (6.7), составит

$$FV = 150 \cdot \left(1 + \frac{60}{360} \cdot 0,15\right) = 153,75 \text{ тыс. руб.}$$

Срочная стоимость векселя P_1 в момент учета его банком, также рассчитанная по формуле (6.7), составит

$$P_1 = 150 \cdot \left(1 + \frac{45}{360} \cdot 0,15\right) = 152,813 \text{ тыс. руб.}$$

Предлагаемая банком сумма P_2 рассчитывается по формуле (6.8):

$$1) P_2 = 153,75 \cdot \left(1 - \frac{15}{360} \cdot 0,2\right) = 152,469 \text{ тыс. руб.};$$

$$2) P_2 = 153,75 \cdot \left(1 - \frac{15}{360} \cdot 0,25\right) = 152,148 \text{ тыс. руб.}$$

Таким образом, банк получает от операции проценты по векселю за оставшиеся 15 дней в размере 937 руб. $(153,75 - 152,813)$, величина которых не зависит от уровня дисконтной ставки, и комиссионные за оказанную услугу в размере

в случае (1) – 344 руб. $(152,813 - 152,469)$;

в случае (2) – 665 руб. $(152,813 - 152,148)$.

Дисконтирование, осуществляемое по формуле (6.8), называется *банковским дисконтированием*, в отличие от *математического дисконтирования*, являющегося процессом, обратным к наращению первоначального капитала. При математическом дисконтировании решается

задача нахождения такой величины капитала P , которая через n лет при наращении по схеме простых процентов по процентной ставке r будет равна R_n . Решая (6.5) относительно P , получим

$$P = \frac{R_n}{1 + nr}, \quad (6.9)$$

где n – необязательно целое число лет.

Пример

Через полгода после заключения финансового соглашения о получении кредита должник обязан заплатить 2,14 млн руб. Какова первоначальная величина кредита, если он выдан под 14% годовых и начисляются обыкновенные проценты с приближенным числом дней?

Решение

Обозначая $R_n = 2,14$, $n = \frac{180}{360} = 0,5$, $r = 0,14$ и используя математическое дисконтирование, получим

$$P = \frac{2,14}{1 + 0,5 \cdot 0,14} = 2 \text{ млн руб.}$$

6.3.3. Внутригодовые процентные начисления

В практике выплаты доходов на вложенный капитал нередко оговариваются величина годового процента и количество периодов начисления процентов. В этом случае расчет наращенной суммы FV_n ведется по формуле сложных процентов по подынтервалам и по ставке, равной пропорциональной доле исходной годовой ставки, по формуле

$$FV_n = P \left(1 + \frac{r}{m} \right)^{nm}, \quad (6.10)$$

где P – наращиваемая (т. е. исходная) сумма;

r – объявленная годовая ставка;

m – количество начислений в году;

n – количество лет.

Вновь обращаем внимание читателя на то обстоятельство, что в формулах наращения и дисконтирования должно соблюдаться соответствие между процентной ставкой и продолжительностью базисного периода. Так, переход от годового начисления процентов к квартальному ($m = 4$) предполагает переход к квартальной ставке, что как раз и имеет место в формуле (6.10).

Пример

Вложены деньги в банк в сумме 50 тыс. руб. на 2 года с полугодовым начислением процентов, под 20% годовых. В этом случае начисление процентов проводится 4 раза по ставке $10\% \left(\frac{20\%}{2}\right)$, а схема возрастания капитала будет иметь следующий вид:

Период	Сумма, с которой идет начисление	Ставка (в долях ед.)	Сумма к концу периода
6 мес.	50,0	1,10	55,0
12 мес.	55,0	1,10	60,5
18 мес.	60,5	1,10	66,55
24 мес.	66,55	1,10	73,205

Можно воспользоваться формулой (6.10). Поскольку $m = 2$, $n = 2$, имеем

$$FV_n = 50 \cdot \left(1 + \frac{20\%/100\%}{2}\right)^4 = 73,205 \text{ тыс. руб.}$$

Пример

В условиях предыдущего примера проанализировать, изменится ли величина капитала к концу 2-летнего периода, если бы проценты начислялись ежеквартально.

В этом случае начисление будет проводиться 8 раз по ставке $5\% \left(\frac{20\%}{4}\right)$, а сумма к концу 2-летнего периода составит

$$FV_n = 50 \cdot (1 + 0,05)^8 = 73,87 \text{ тыс. руб.}$$

Таким образом, можно сделать несколько практических выводов:

- при начислении процентов: 12% годовых не эквивалентно 1% в месяц (подобное ошибочное отождествление довольно распространено среди начинающих бизнесменов);
- чем чаще идет начисление по схеме сложных процентов, тем больше итоговая накопленная сумма (обращаем внимание на то, что речь идет не о *выплате*, а о *начислении*).

Заметим, что для простых процентов такие выводы не имеют места. Одно из характерных свойств наращивания по простым процентам заключается в том, что наращенная сумма не изменяется с увеличением частоты начислений простых процентов. Например, наращивание простыми процентами ежегодно по ставке 10% годовых дает тот же результат, что и ежеквартальное наращивание простыми процентами по ставке 2,5% за квартал. При наращивании по сложным процентам ежеквартальное начисление доставляет больший результат, чем ежегодное.

6.3.4. Начисление процентов за дробное число лет

Довольно обыденными являются финансовые контракты, заключаемые на период, отличающийся от целого числа лет. В этом случае проценты могут начисляться одним из двух методов:

- по схеме сложных процентов

$$FV_n = P \left(1 + \frac{r}{m} \right)^{w+f}; \quad (6.11)$$

- по смешанной схеме (используется схема сложных процентов для целого числа лет и схема простых процентов – для дробной части года)

$$FV_n = P(1+r)^w (1+fr), \quad (6.12)$$

где w – целое число лет;
 f – дробная часть года.

Поскольку $f < 1$, то $(1+fr) > (1+r)^f$, следовательно, наращенная сумма будет больше при использовании смешанной схемы. Можно показать, что при малых r наибольшая величина разности между (6.12) и (6.11) достигается при $f \approx 0,5$.

Пример

Банк предоставил кредит в размере 10 млн руб. на 30 мес. под 30% годовых на условиях ежегодного начисления процентов. Какую сумму предстоит вернуть банку по истечении срока?

Решение

По формуле (6.11): $FV^n = 10 \cdot (1+0,3)^{2+0,5} = 19,269$ млн руб.

По формуле (6.12): $FV^n = 10 \cdot (1+0,3)^2 \cdot (1+0,3 \cdot 0,5) = 19,435$ млн руб.

Таким образом, смешанная схема начисления процентов более выгодна для банка.

Возможны финансовые контракты, в которых начисление процентов осуществляется по внутригодовым подпериодам, а продолжительность общего периода действия контракта не равна целому числу подпериодов. В этом случае также возможно использование двух схем наращивания исходной суммы P :

- 1) схема сложных процентов

$$FV_n = P \left(1 + \frac{r}{m} \right)^{w+f}; \quad (6.13)$$

2) смешанная схема

$$FV_n = P \left(1 + \frac{r}{m}\right)^w \left(1 + f \frac{r}{m}\right), \quad (6.14)$$

где w – целое число подпериодов в n годах;

f – дробная часть подпериода;

m – количество начислений в году;

r – годовая ставка.

Обращаем внимание читателя на то, что в приведенных алгоритмах показатели w и f имеют разный смысл. Так, в формуле (6.12) w означает целое число лет в n годах, а f – дробную часть года и поэтому $n = w + f$. Однако в формуле (6.14) w означает целое число подпериодов в n годах, а f – дробную часть подпериода и поэтому $n = \frac{w + f}{m}$.

Иными словами, при пользовании этими формулами надо отдавать себе отчет в том, о каком базисном периоде идет речь.

Пример

Банк предоставил ссуду в размере 120 тыс. руб. на 27 мес. (т. е. 9 кварталов, или 2,25 года) под 16% годовых на условиях единовременно возврата основной суммы долга и начисленных процентов. Проанализировать, какую сумму предстоит вернуть банку при разных вариантах и схемах начисления процентов: (1) годовое; (2) полугодовое; (3) квартальное.

Решение

(1) Годовое начисление процентов

Продолжительность ссуды не является кратной продолжительности базисного периода, т. е. года. Поэтому возможно применение любой из схем, характеризующихся формулами (6.11) и (6.12) и значениями соответствующих параметров: $n = 2,25$; $w = 2$; $f = 0,25$; $r = 0,16$.

- При реализации схемы сложных процентов

$$FV_n = P(1+r)^{w+f} = 120 \cdot (1+0,16)^{2,25} = 167,58 \text{ тыс. руб.}$$

- При реализации смешанной схемы

$$FV_n = P(1+r)^w (1+fr) = 120 \cdot (1+0,16)^2 \cdot (1+0,25 \cdot 0,16) = 167,93 \text{ тыс. руб.}$$

(2) Полугодовое начисление процентов

Начисление процентов осуществляется по внутригодовым подпериодам, а продолжительность общего периода действия контракта не равна целому числу подпериодов. Следовательно, надо воспользоваться формулами (6.13) и (6.14), когда параметры формул имеют следующие значения: $m = 2$; $w = 4$; $f = mn - w = 2 \cdot 2,25 - 4 = 0,5$; $r = 0,16$.

- При реализации схемы сложных процентов

$$FV_n = P \left(1 + \frac{r}{m} \right)^{w+f} = 120 \cdot (1 + 0,08)^{4,5} = 169,66 \text{ тыс. руб.}$$

- При реализации смешанной схемы

$$FV_n = P \left(1 + \frac{r}{m} \right)^w \left(1 + f \frac{r}{m} \right) = 120 \cdot (1 + 0,08)^4 \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot \frac{0,16}{2} \right) = 169,79$$

тыс. руб.

- (3) Квартальное начисление процентов

В этом случае $m=2$; $w=9$; $f=0$, т. е. продолжительность ссуды равна целому числу подпериодов. Поэтому формулы (6.13) и (6.14) дают один результат:

$$FV_n = 120 \cdot (1 + 0,04)^9 = 170,8 \text{ тыс. руб.}$$

Здесь фактически пользуемся обычной формулой наращенной суммы сложными процентами (6.6), в которой $n=9$, а $r = \frac{0,16}{4} = 0,04$.

6.3.5. Непрерывное начисление процентов

Все рассмотренные выше проценты называются дискретными, поскольку их начисление осуществляется за фиксированный промежуток времени (год, квартал, месяц, день, даже час). Уменьшая этот промежуток (период начисления) и увеличивая частоту начисления процентов, можно перейти к так называемым непрерывным процентам.

Уже отмечалось, что в зависимости от частоты начисления процентов наращение суммы осуществляется разными темпами, причем с возрастанием частоты накопленная сумма увеличивается. Максимально возможное наращение осуществляется при бесконечном дроблении годового интервала. Из формулы (6.10) следует

$$FV_n = \lim_{m \rightarrow +\infty} P \left(1 + \frac{r}{m} \right)^{nm} = P e^{rn},$$

так как согласно второму замечательному пределу $\lim_{m \rightarrow \infty} P \left(1 + \frac{1}{m} \right)^m = e$, где трансцендентное число $e \approx 2,718281$.

Чтобы отличить непрерывную ставку от обычной (дискретной), вводят специальное обозначение непрерывной ставки – δ и называют ее *силой роста*. Таким образом, формула для нахождения наращенной суммы за n лет при непрерывном начислении процентов принимает вид

$$FV_n = P e^{\delta n}, \tag{6.15}$$

где $e^{\delta n}$ – множитель наращения.

Формулой (6.15) пользуются и в тех случаях, когда n не является целым числом. Таким образом, при непрерывном начислении процентов в пределах одного года используется следующая базовая формула:

$$FV = Pe^{\delta}. \quad (6.16)$$

Пример

Рассчитать накопленную сумму для различных вариантов начисления процентов за один год, если исходная сумма $P = 1000$ руб. и $r = 10\%$.

Решение

Результаты, полученные для некоторых вариантов, приведем в виде таблицы, причем в предпоследнем столбце вычислены разности между наращениями с данным числом начисления процентов и базисным, а в последнем столбце указаны разности между наращенными суммами двух соседних строчек.

Наращиваемая сумма	Частота начисления	Наращенная сумма	Наращение	
			базисное	цепное
1000	Ежегодное ($m = 1$)	1100,00	–	–
1000	Полугодовое ($m = 2$)	1102,50	2,50	2,50
1000	Квартальное ($m = 4$)	1103,81	3,81	1,31
1000	Ежемесячное ($m = 12$)	1104,71	4,71	0,90
1000	Ежедневное ($m = 365$)	1105,16	5,16	0,45
1000	Непрерывное ($m = \infty$)	1105,17	5,17	0,01

Как и следовало ожидать, приведенные расчеты подтверждают наличие прямой зависимости между частотой начисления процентов и накопленной суммой. Последний столбец таблицы показывает, что с увеличением частоты начисления темп прироста накопленной суммы уменьшается. В частности, видно, что переход от ежедневного к непрерывному начислению процентов не имеет какого-либо значимого эффекта.

Изменение накапливаемой суммы в зависимости от частоты начисления показано на рис. 6.4. Сравнительная характеристика и интерпретация приведенных графиков очевидны, вместе с тем эти графики позволяют наглядно представить влияние частоты начисления процентов. При дискретном наращении каждая ступенька характеризует прирост основной суммы в результате очередного начисления, причем величина ступеньки все время возрастает. В рамках одного года одной ступеньке на левом графике соответствуют две ступеньки на среднем графике меньшего размера, однако в сумме они превышают эту ступеньку однократного начисления. Таким образом, ордината точки, соответствующей концу трехлетнего периода, на среднем графике будет

выше, чем на левом. Еще более быстрым темпом идет наращение при непрерывном начислении, что и показывает график справа.

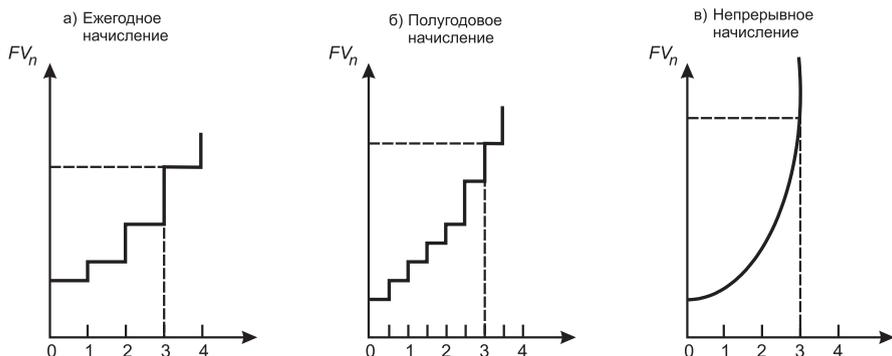


Рис. 6.4. Различные варианты начисления процентов

Несложно найти связь между силой роста δ и годовой процентной ставкой r в случае однократного начисления процентов в рамках одного года ($n = 1, m = 1$). Применение δ и r к одной и той же исходной сумме P должно дать одинаковый результат FV . Приравнивая наращенные суммы в формулах (6.10) и (6.16), получим

$$r = e^{\delta} - 1 \quad \text{или} \quad \delta = \ln(1+r). \quad (6.17)$$

При ставках до 10% сила роста и годовая ставка совпадают с точностью до 0,01, т. е. можно в этих пределах использовать приближенное равенство $\delta \approx r$.

Пример

На сумму 200 тыс. руб. начисляются непрерывные проценты по ставке $\delta \approx 8\%$. Определить наращенную сумму через 5 лет.

Решение

По формуле (6.16), полагая $\delta = 0,08$, сразу получим $FV_n = 200 e^{0,08 \cdot 5} = 298,4$ тыс. руб. Если в данном случае применить формулу (6.10) при $n = 5$ и $m = 1$, т. е. осуществлять начисление обычных сложных процентов по ставке $r = 0,08$, то получим сумму, не существенно отличающуюся от вычисленной: $FV_n = 200 \cdot 1,469 = 293,8$ тыс. руб. Вновь видим, что переход к непрерывному начислению процентов не приводит к существенному увеличению наращенной суммы.

Непрерывное начисление процентов может использоваться при анализе сложных финансовых задач (например, обоснование и выбор инвестиционных решений). Оценивая работу финансового учреждения за период, в котором платежи поступают многократно, целесооб-

разно предполагать, что накапливаемые суммы непрерывно меняются во времени, и применять непрерывное начисление процентов.

Бывают ситуации, когда непрерывное начисление процентов применяется непосредственно при работе с клиентами. Так, в начале 1975 г. в США [Шарп, Александер, Бэйли, с. 140] ставка процентных выплат по займам и депозитам сроком 6–10 лет была ограничена величиной 7,75% годовых, однако не лимитировалось число начислений процентов в течение года, чем и воспользовались компании в целях привлечения вкладчиков. Одна из компаний предлагала непрерывное начисление процентов при годовой ставке 7,75%, которая в этих условиях стала непрерывной и представляла собой силу роста. Обозначая $\delta = 0,0775$, получим $r = e^{0,0775} - 1 = 1,0806$, т. е. компания установила процентную годовую ставку $r = 8,06\%$.

6.3.6. Эффективная годовая процентная ставка

Различными видами финансовых контрактов могут предусматриваться различные схемы начисления процентов. Как правило, в этих контрактах оговаривается номинальная процентная ставка, обычно годовая. Эта ставка, во-первых, не отражает реальной эффективности сделки и, во-вторых, не может быть использована для сопоставлений. Для того чтобы обеспечить сравнительный анализ эффективности таких контрактов, необходимо выбрать некий показатель, который был бы универсальным для любой схемы начисления. Таким показателем является эффективная годовая процентная ставка r_e , обеспечивающая переход от P к FV_n при заданных значениях этих показателей и однократном начислении процентов в рамках года.

Общая постановка задачи может быть сформулирована следующим образом. Задана исходная сумма P , годовая процентная ставка (номинальная) r , число начислений сложных процентов m . Этому набору исходных величин в рамках одного года соответствует вполне определенное значение наращенной величины FV_1 . Требуется найти такую годовую ставку r_e , которая обеспечила бы точно такое же наращение, как и исходная схема, но при однократном начислении процентов, т. е. при $m = 1$. Иными словами, схемы $\{P, FV_1, r, m > 1\}$ и $\{P, FV_1, r_e, m = 1\}$ должны быть равносильными.

Из формулы (6.10) следует, что в рамках одного года

$$FV_1 = P \left(1 + \frac{r}{m} \right)^m.$$

Из определения эффективной годовой процентной ставки следует, что

$$FV_1 = P(1 + r_e).$$

В левой части каждого из двух уравнений – одна и та же величина, а потому, приравнявая правые части уравнений, находим формулу взаимосвязи эффективной и номинальной ставок

$$r_e = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1. \quad (6.18)$$

Из формулы (6.18) следует, что эффективная ставка r_e зависит от количества внутригодовых начислений, причем с ростом m она увеличивается. Кроме того, с помощью (6.18) для каждой номинальной ставки r можно найти соответствующую ей эффективную ставку; две эти ставки совпадают лишь при $m = 1$. Именно ставка r_e является критерием эффективности финансовой сделки и может быть использована для пространственно-временных сопоставлений.

Пример

Предприниматель может получить ссуду на условиях: 1) либо ежемесячного начисления процентов из расчета 26% годовых, 2) либо полугодового начисления процентов из расчета 27% годовых. Какой вариант более предпочтителен?

Решение

Относительные расходы предпринимателя по обслуживанию ссуды могут быть определены с помощью расчета эффективной годовой процентной ставки. Чем она выше, тем больше уровень расходов. По формуле (6.18)

вариант (1):

$$r_e = \left(1 + \frac{0,26}{12}\right)^{12} - 1 = 0,2933, \text{ или } 29,3\%;$$

вариант (2):

$$r_e = \left(1 + \frac{0,27}{2}\right)^2 - 1 = 0,2882, \text{ или } 28,8\%.$$

Таким образом, вариант (2) является более предпочтительным для предпринимателя. Необходимо отметить, что принятие решения не зависит от величины кредита, поскольку критерием является относительный показатель – эффективная ставка, а она, как следует из формулы (6.18), зависит лишь от номинальной ставки и количества начислений.

Понимание роли эффективной процентной ставки чрезвычайно важно для финансового менеджера. Дело в том, что принятие решения о привлечении средств (например, банковской ссуды) на тех или иных условиях делается чаще всего исходя из приемлемости предлагаемой процентной ставки, которая в этом случае характеризует относительные расходы заемщика. В рекламных проспектах (непроизвольно или

умышленно) внимание на природе ставки обычно не акцентируется, хотя в подавляющем числе случаев речь идет о номинальной ставке, которая может весьма существенно отличаться от эффективной ставки. Рассмотрим простейший пример.

Пример

Рассчитать эффективную годовую процентную ставку при разной частоте начисления процентов, если номинальная ставка равна 10%.

Решение

По формуле (6.18) имеем:

m	1	2	4	12	365	∞
r_e	0,10	0,1025	0,10381	0,10471	0,10516	0,10517

Смысл данных очевиден. Эффективность операции характеризуется не номинальной (т. е. объявленной) ставкой r , а соответствующей ей эффективной ставкой r_e , поскольку, в зависимости от частоты начисления, сумма уплачиваемого или получаемого вознаграждения (т. е. суммы начисленных процентов) будет меняться. Благодаря этому можно в известной степени вуалировать финансовые договоры, как об этом уже упоминалось в конце предыдущего раздела. Из таблицы видно, что только в случае однократного (в данном случае годового) начисления процентов номинальная и эффективная ставки совпадают. Если, например, предусматривается ежедневное начисление процентов, то для заемщика реальные затраты (плата за привлеченный капитал) составят не объявленные 10%, а 10,52%, т. е. будут гораздо выше.

Различие между двумя ставками может быть гораздо более разительным при заключении некоторых специальных кредитных договоров, например, при оформлении кредита на условиях добавленного процента. Сущность этого и подобных договоров подробно рассмотрена в [Ковалев, 2006(а), гл. 22].

Математически можно показать, что при $m > 1$ справедливо неравенство $r_e > r$, которое следует и из финансовых соображений.

В финансовых соглашениях не имеет значения, какую из ставок указывать – эффективную или номинальную, поскольку использование как одной, так и другой дает одну и ту же (с любой точностью приближения) наращенную сумму. В США в практических расчетах применяют номинальную ставку, следовательно, формулу (6.10). В европейских странах, как правило, вначале определяют эффективную ставку r_e , соответствующую r , затем пользуются формулой $FV_n = P(1 + r_e)^n$.

Из формулы (6.18) следует, в частности, соотношение для определения номинальной ставки r , если в контракте указаны эффективная годовая процентная ставка r_e и число начислений сложных процентов m :

$$r = m \left(\sqrt[m]{1 + r_e} - 1 \right). \quad (6.19)$$

Пример

Определить номинальную ставку, если эффективная ставка равна 18% и сложные проценты начисляются ежемесячно.

Решение

Поскольку $r_e = 0,18$ и $m = 12$, то:

$$r = 12 \cdot \left[(1 + 0,18)^{1/12} - 1 \right] = 0,1667, \text{ или } r = 16,67\%.$$

Таким образом, ежегодное начисление сложных процентов по ставке 18% годовых дает тот же результат, что и ежемесячное начисление сложных процентов по ставке 16,67%. Иными словами, эффективной ставке 18% годовых соответствует номинальная ставка 16,67% годовых с ежемесячным начислением процентов.

6.4. Будущая и дисконтированная стоимости: экономический смысл и техника расчета

В предыдущих разделах главы мы ознакомились с логикой операций наращенния и дисконтирования, с разными схемами их реализации. В дальнейшем мы увидим, что в числе ключевых аспектов деятельности финансового менеджера является умение оценивать некоторый платеж (или последовательность платежей) с позиции настоящего и будущего. Поэтому прежде всего обобщим приведенные в предыдущих разделах сведения о таких понятиях, как будущая и дисконтированная стоимости.

6.4.1. Будущая стоимость единичного платежа

Рассмотрим более подробно сущность будущей стоимости как одного из ключевых понятий в финансовых вычислениях. Существуют различные ее определения. В частности, под *будущей стоимостью* (Future Value) можно понимать стоимость в некоторый момент времени, рассматриваемую с позиции будущего, при условии ее наращенния по некоторой ставке. Можно дать иное определение: будущая стоимость – это сумма первоначального капитала и начисленного на него процентного дохода, получаемая в результате осуществления процесса наращенния в течение n базисных периодов ($n \geq 1$) по ставке r . Сразу же заметим, что наращенние может осуществляться с применением разных схем. В специальной литературе иногда используется синоним – «наращенная стоимость» (Accumulated Value). Данное понятие применяется в отношении как единичного платежа, так и денежного потока, т. е. серии платежей.

Подавляющее большинство финансовых операций в экономике представляют собой комбинации двух типовых процессов – мобилизации финансовых ресурсов и их инвестирования. В любом случае подразумевается, что предоставленные ресурсы должны быть не только возвращены, но должны принести определенный доход кредитору. Отсюда возникает необходимость в расчете будущей стоимости инвестируемой суммы как ответ на вопрос, а стоит ли участвовать в данной финансовой операции. Величина вознаграждения зависит от трех параметров: (а) продолжительности финансовой операции, (б) процентной ставки, (в) схемы начисления вознаграждения. Очевидно, что критическую роль играет процентная ставка: если $r = 0$, то независимо от двух других параметров инвестируемая и возвращаемая суммы окажутся равными.

Понятие будущей стоимости особенно широко используется при оценке целесообразности некоторой инвестиции. Дело в том, что любая инвестиция представляет собой вложение денежных средств (прямо или косвенно) в надежде, что в будущем инвестор сможет получить определенный доход, оправдывающий омертвление исходной суммы в данной инвестиции. Поскольку возможностей инвестирования обычно много, возникает вопрос о предпочтительности того или иного варианта. Один из способов решения этого вопроса – расчет будущей стоимости исходной инвестиции в условиях сравниваемых вариантов инвестирования.

Если PV – это исходная сумма денежных средств, инвестированная в некоторый проект на срок n базисных периодов, а FV – сумма, полученная как наращение величины PV по некоторой ставке r , то FV как раз и будет трактоваться как будущая стоимость величины PV (рис. 6.5). Прежде всего необходимо сделать два замечания.

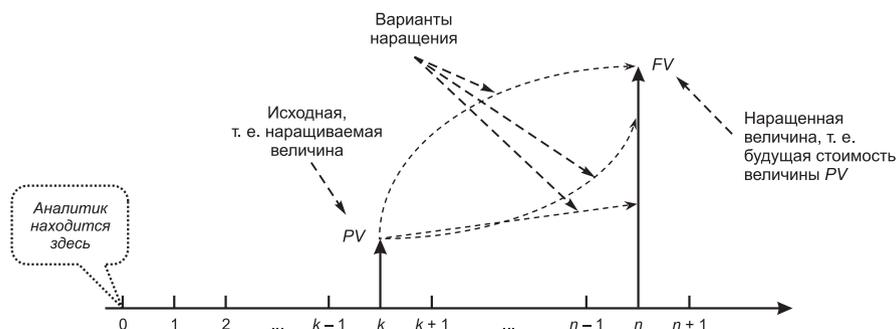


Рис. 6.5. Иллюстрация формирования будущей стоимости

Во-первых, как видно из рисунка, наращение может осуществляться с помощью различных функциональных зависимостей; кроме того, может по-разному дробиться общая продолжительность финансовой операции на базисные периоды. Все это будет приводить к вполне естественному различию в результате наращения, т. е. сумма FV будет меняться. В финансовых операциях (особенно долгосрочного характера) в наращении обычно применяют схему сложных процентов, а базисным периодом считается год. На практике, однако, наибольшее распространение получили два типовых варианта наращения, известных как схема простых процентов и схема сложных процентов. В первом случае не предполагается капитализации процентов, во втором – она предполагается, т. е. базой для очередного начисления процентов является не только исходная сумма PV , но и ранее начисленные проценты.

Во-вторых, на рис. 6.5 выделено три ключевых момента времени:

- в точке 0 находится аналитик;
- в точке k находится наращиваемая величина PV ;
- в точке n находится будущая стоимость исходной величины PV .

В принципе точка 0 может находиться в любом месте по отношению к интервалу $\{k, n\}$. Единственное условие, которое должно выполняться, таково: $n > k$. На практике чаще всего временные моменты 0 и k совпадают.

Экономический смысл величины FV таков: FV представляет собой сумму, которую инвестор хотел бы получить по окончании финансовой операции, в которую он вложил сумму PV . Иными словами, с учетом временной ценности денег и устраивающей инвестора нормы прибыли суммы PV «сегодня» и FV «завтра» равны по своей ценности.

Можно привести следующий образный пример. Предположим, что работнику предлагают выбрать вариант оплаты его работы: (а) PV руб. сегодня; (б) FV руб. через некоторое время в будущем. Если процентная ставка устраивает работника, т. е. рассматривается им как оптимальная, которую он всегда и без риска сможет получить, то ему безразличен выбор между величинами PV и FV (заметим, что ставка r в данном случае играет роль показателя эффективности).

Строго говоря, при обосновании целесообразности некоторой финансовой операции в терминах величин $PV \Leftrightarrow FV$ предполагается, что потребности текущего потребления удовлетворены, и во внимание принимается чисто инвестиционный аспект этой операции (если сумма PV «сегодня» нужна для того, чтобы, образно говоря, не умереть с голоду, то, естественно, ни о какой FV «завтра» уже речи идти не может).

Что касается техники расчета будущей стоимости, то она должна задаваться кредитором. Это вполне естественно, поскольку тот, кто

предоставляет денежные средства в долг (иначе: инвестирует их), имеет право определять и величину вознаграждения за это. Однако на практике данное утверждение выполняется далеко не всегда. Так, банки, принимая вклады и выступая по сути в роли заемщика, сами задают процентные ставки и схемы начисления. Обосновывается это тем, что банк акцентирует внимание на функции сбережения, т. е. он предоставляет услугу клиенту по сохранению его средств, но поскольку банк все же использует эти средства в своих инвестиционных проектах, он предлагает клиенту некоторое вознаграждение. Как мы видели ранее, основными являются две схемы наращивания – простых и сложных процентов. В долгосрочных проектах инвестирования и финансирования естественным является применение схемы сложных процентов; в этом случае базовой расчетной формулой является формула (6.10).

6.4.2. Дисконтированная стоимость единичного платежа

Оценивая целесообразность финансовых вложений в тот или иной вид бизнеса, исходят из того, является ли это вложение более прибыльным (при допустимом уровне риска), чем вложения в государственные ценные бумаги. Используя несложные методы, пытаются проанализировать будущие доходы при минимальном, безопасном уровне доходности.

Основная идея этих методов заключается в оценке будущих поступлений CF_n (например, в виде прибыли, процентов, дивидендов) с позиции текущего момента. При этом, сделав финансовые вложения, инвестор обычно руководствуется тремя посылами: (а) происходит перманентное обесценение денег (инфляция); (б) темп изменения цен на сырье, материалы и основные средства, используемые предприятием, может существенно отличаться от темпа инфляции; (в) желательно периодическое начисление (или поступление) дохода, причем в размере не ниже определенного минимума. Базируясь на этих посылах, инвестор должен оценить, какими будут его доходы в будущем, какую максимально возможную сумму допустимо вложить в данное дело исходя из прогнозируемой его рентабельности.

Ключевым в оценке подобных финансовых операций является умение оценки единичного платежа, ожидаемого к получению в будущем. Как уже отмечалось, здесь необходимо учесть фактор времени. В результате появляется понятие дисконтированной стоимости единичного платежа (Present Value of a Single Amount). Этим понятием обозначается оценка суммы, ожидаемой к получению в будущем, с позиции некоторого предшествующего момента времени. При этом пред-

полагается, что промежуток между этими временными моментами разделен на n равных интервалов (рис. 6.6).

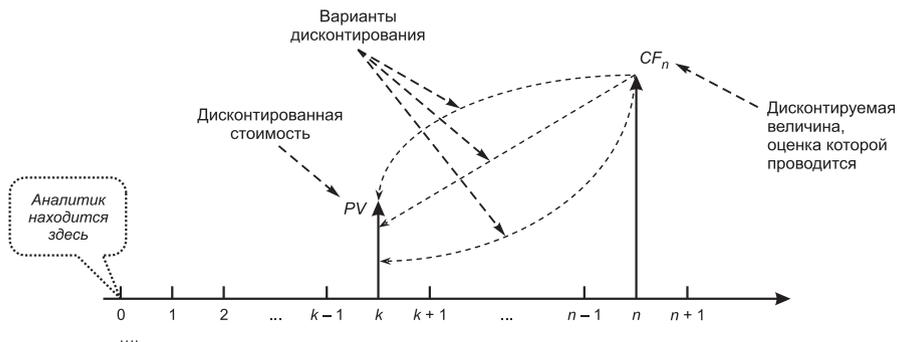


Рис. 6.6. Иллюстрация формирования дисконтированной стоимости

Подчеркнем, что по сути единичный платеж представляет собой частный случай денежного потока $\{CF_k, k = 1, 2, \dots, n\}$, когда $CF_k = 0$ при $k \neq n$. В инвестиционных расчетах, сопровождающих проекты инвестирования и финансирования, базовой является схема сложных процентов, применяемая и для наращивания, и для дисконтирования, а потому расчет дисконтированной стоимости ведется по формуле (6.20), являющейся следствием формулы (6.6).

$$PV = \frac{CF_n}{(1+r)^n} = CF_n FM2(r, n), \quad (6.20)$$

где CF_n – доход, планируемый к получению в n -м году;

PV – дисконтированная (приведенная, текущая) стоимость, т. е. оценка величины CF_n с позиции текущего момента;

r – ставка дисконтирования.

Множитель $FM2(r, n) = \frac{1}{(1+r)^n}$ называется дисконтирующим мно-

жителем для единичного платежа. Как и в случае с множителем $FM1(r, n)$, несложно понять, что значения дисконтирующего множителя не зависят от суммовых величин, а потому их можно табулировать для различных комбинаций $\{r, n\}$, что обеспечивает упрощение расчетов на практике (см. Приложение 3). Экономический смысл дисконтирующего множителя $FM2(r, n)$ заключается в следующем. Он показывает сегодняшнюю цену одной денежной единицы будущего, т. е. чему, с позиции текущего момента, равна одна денежная единица (например, один рубль), циркулирующая в сфере бизнеса n периодов спустя

от момента, на который осуществляется дисконтирование (обычно он совпадает с моментом расчета), при заданных процентной ставке (доходности) r и частоте начисления процента.

Величина дисконтированной стоимости зависит от ставки дисконтирования: чем больше ставка, тем меньше дисконтированная стоимость. Отсюда следует важный вывод: каждому фиксированному значению ожидаемой в будущем к получению величины может соответствовать несколько значений дисконтированной стоимости, в зависимости от того, какая ставка дисконтирования выбрана аналитиком. Иными словами, дисконтированная стоимость не есть жестко определенная величина, она многозначна. Это свойство операции дисконтирования будет использоваться нами неоднократно при характеристике методов оценки финансовых активов.

Экономический смысл операции, проиллюстрированной на рис. 6.6, очевиден: величина PV означает оценку величины CF_n с позиции более раннего момента времени; при этом принимается во внимание временная ценность денежных средств. Последнее означает, что PV практически всегда должна быть меньше CF_n (поскольку знаменатель дроби больше единицы), т. е. PV означает более осторожную оценку обещаемой в будущем к поступлению величины CF_n (несложно понять, что совпадение величин CF_n и PV , привязанных к разным моментам времени, возможно лишь при $r = 0$).

В отношении отмеченных на оси абсцисс точек 0 , k и n можно сказать следующее. В принципе, точка 0 может находиться в любом месте по отношению к интервалу $\{k, n\}$. Единственное условие, которое должно выполняться, таково: $n > k$. На практике чаще всего временные моменты 0 и k совпадают.

Как и в случае с наращением, дисконтирование может осуществляться с помощью разных функциональных зависимостей; кроме того, может по-разному дробиться общая продолжительность финансовой операции на базисные периоды. Все это будет приводить к вполне естественному различию в результате дисконтирования, т. е. сумма PV будет меняться. В финансовых операциях (особенно долгосрочного характера) в дисконтировании применяют схему сложных процентов, а базисным периодом считается год.

Пример

Инвестору через 4 года понадобится сумма 4500 тыс. руб. Один из вариантов ее накопления – банковский депозит. Какую сумму надо разместить на депозите, если банк предлагает ежегодное начисление процентов по ставке 12% годовых?

Решение

$$PV = 4500 \cdot FM2(12\%, 4) = 4500 \cdot \frac{1}{(1 + 0,12)^4} = 2862 \text{ тыс. руб.}$$

Таким образом, в банк надо вложить 2862 тыс. руб., чтобы через 4 года получить 4500 тыс. руб.; величина 2862 тыс. руб. представляет собой дисконтированную стоимость величины 4500 тыс. руб. Для инвестора с учетом временного фактора и приемлемой доходности две эти величины равны по своей ценности.

Заметим, что если условия банка меняются, меняется и значение дисконтированной величины. Предположим, что договором предусматривается (1) полугодовое, (2) ежеквартальное начисление процентов. В этом случае значения дисконтированной стоимости будут соответственно равны:

вариант (1)

$$PV = 4500 \cdot FM2(6\%, 8) = 4500 \cdot \frac{1}{\left(1 + \frac{0,12}{2}\right)^{4 \cdot 2}} = 2821,5 \text{ тыс. руб.};$$

вариант (2)

$$PV = 4500 \cdot FM2(3\%, 16) = 4500 \cdot \frac{1}{\left(1 + \frac{0,12}{4}\right)^{4 \cdot 4}} = 2803,5 \text{ тыс. руб.}$$

Видим, что более частое начисление процентов приводит к меньшему значению дисконтированной стоимости. Это и понятно, поскольку ожидаемая и дисконтированная стоимости отличаются на величину процентов, сумма которых при использовании схемы сложных процентов тем больше, чем чаще идет начисление. Если инвестору доступно более частое начисление процентов, он дает и более осторожную оценку (т. е. дисконтированную стоимость) ожидаемого в будущем платежа. Степень осторожности в данном случае проявляется в относительном занижении дисконтированной стоимости.

Как уже отмечалось, дисконтирование означает, что для инвестора сумма PV в данный момент времени и сумма CF_n через n лет (в общем случае – базисных периодов) одинаковы по своей ценности. А потому, используя формулу (6.20), можно приводить в сопоставимый вид оценку доходов от инвестиций, ожидаемых к поступлению в течение ряда лет. В этом случае ставка дисконтирования численно равна процентной ставке, устанавливаемой инвестором, т. е. тому относительному размеру дохода, который инвестор хочет или может получить на инвестируемый им капитал.

Определяя ставку дисконтирования, обычно исходят из так называемого безопасного, или гарантированного, уровня доходности финансовых инвестиций, который обеспечивается государственным

банком по вкладам или при операциях с ценными бумагами. При этом может даваться надбавка за риск, причем чем более рисковым считается рассматриваемый проект или финансовый контракт, тем больше размер премии за риск. Процентная ставка rd , используемая в качестве ставки дисконтирования, будет в этом случае иметь следующий вид:

$$r_d = r_f + r_r, \quad (6.21)$$

где r_f – безрисковая доходность;
 r_r – премия за риск.

Пример

На вашем счете в банке 200 тыс. руб. Банк платит 11% годовых. Вам предлагают войти всем вашим капиталом в организацию венчурного предприятия. Представленные экономические расчеты показывают, что через 6 лет ваш капитал удвоится. Стоит ли принимать это предложение?

Решение

Оценка данной ситуации может быть сделана либо с позиции будущего, либо с позиции настоящего. В первом случае анализ основан на сравнении двух сумм – получаемых от вложения в рисковое предприятие и в банковское учреждение с гарантированным доходом. Первая сумма равна 400 тыс. руб., вторая находится по формуле (6.6):

$$F_6 = 200 \cdot FM1(11\%, 6) = P(1 + 0,11)^6 = 374 \text{ тыс. руб.}$$

Приведенный расчет свидетельствует об экономической выгоде сделанного вам предложения. Однако необходимо по возможности учесть фактор риска.

Второй вариант анализа основан на дисконтированных оценках. Предположим, что финансовый консультант рекомендует оценить риск участия в венчурном предприятии путем введения премии в размере 3% к безрисковой доходности, т. е. к ставке, обещаемой банком. Таким образом, ставка дисконтирования будет равна 14%. Тогда по формуле (6.20) можно рассчитать приведенную стоимость ожидаемого поступления (PV) при участии в венчурном предприятии:

$$PV = 400 \cdot FM2(14\%, 6) = 400 \cdot \frac{1}{(1 + 0,14)^6} = 182,4 \text{ тыс. руб.}$$

Иными словами, вы вложите в венчурное предприятие 200 тыс. руб., а обратно получите сумму, дисконтированная стоимость которой равна 182,4 тыс. руб., т. е. меньше величины исходной инвестиции. Инвестиция не окупается. При таких исходных посылах предложение об участии в венчурном предприятии для вас невыгодно.

6.5. Виды денежных потоков

Мы рассмотрели единичные платежи. Однако на практике гораздо чаще приходится иметь дело с их совокупностями, а потому одним из основных элементов методик финансового анализа является оценка денежного потока CF_1, CF_2, \dots, CF_n , генерируемого в течение ряда временных периодов в результате реализации какого-либо проекта или функционирования того или иного вида активов. Элементы потока $\{CF_k\}$ могут быть либо независимыми, либо связанными определенным алгоритмом. Временные периоды чаще всего предполагаются равными. Хотя данное условие, в принципе, не является обязательным, в дальнейшем мы будем придерживаться его. Кроме того, для простоты изложения материала предполагается, что элементы денежного потока являются однонаправленными, т. е. нет чередования оттоков и притоков денежных средств. Также считается, что генерируемые в рамках одного временного периода поступления имеют место либо в его начале, либо в его конце, т. е. они не распределены внутри периода, а сконцентрированы на одной из его границ. В первом случае поток называется потоком пренумерандо, или авансовым, во втором – потоком постнумерандо (рис. 6.7).

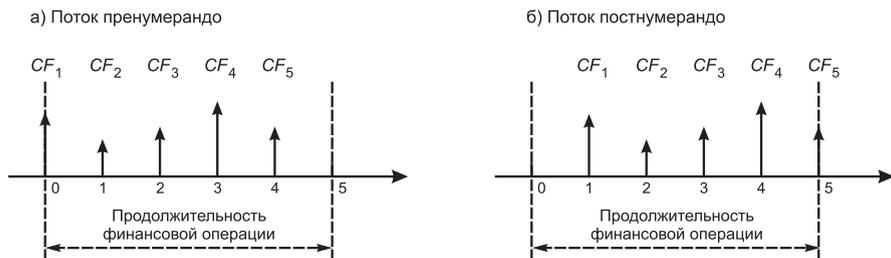


Рис. 6.7. Графическое представление потоков постнумерандо и пренумерандо

В каждой из приведенных на рис. 6.7 ситуаций финансовая операция, в результате которой будут иметь место притоки денежных средств CF_k , осуществляется в виде пяти базисных периодов, при этом ее начало имеет место в начале 1-го базисного периода (отмечено цифрой 0), а конец – в конце 5-го базисного периода (отмечено цифрой 5). По сравнению с (а) в случае (б) денежный поток как бы сдвинут влево на один интервал; это означает, что денежные притоки (или оттоки) будут иметь место раньше.

На практике большее распространение получил поток постнумерандо; в частности, именно этот поток лежит в основе методик анализа инвестиционных проектов. Некоторые объяснения этому можно дать,

исходя из общих принципов учета, согласно которым принято подводить итоги и оценивать финансовый результат того или иного действия по окончании очередного отчетного периода. Что касается поступления денежных средств в счет оплаты, то на практике оно чаще всего распределено во времени неравномерно и потому удобнее условно отнести все поступления к концу периода. Благодаря этому соглашению формируются равные временные периоды, что позволяет разработать удобные формализованные алгоритмы оценки. Поток пренумерандо имеет значение при анализе схем накопления денежных средств для последующего их инвестирования.

Практически любая финансовая операция (FO) может быть выражена в терминах денежного потока и описана следующей моделью:

$$FO = \{V, CF_k, r, n, k=1,2,\dots,n\}, \quad (6.22)$$

где V – некоторая стоимостная оценка, отражающая суть операции (например, это может быть будущая стоимость денежного потока, дисконтированная стоимость денежного потока, текущая рыночная цена актива, величина инвестиции);

CF_k – k -й элемент возвратного денежного потока;

r – некоторая ставка (например, это может быть доходность финансовой операции, ставка дисконтирования, среднерыночная норма прибыли по некоторому классу активов или рынку в целом и др.);

n – продолжительность финансовой операции, т. е. число равных базисных интервалов (чаще всего это год), которое может быть как конечным, так и бесконечным.

Модель (6.22) может быть использована для оценки внутренней стоимости финансового актива, определения доходности финансовой операции или финансового актива, расчета целесообразности принятия или непринятия инвестиционного проекта и др. В основе соответствующих счетных алгоритмов – операции наращения и дисконтирования, связанные с оценкой соответствующего денежного потока. Оценка потока может выполняться в рамках решения двух задач: (а) прямой, т. е. проводится оценка с позиции будущего (реализуется схема наращения); (б) обратной, т. е. проводится оценка с позиции настоящего (реализуется схема дисконтирования).

Прямая задача предполагает суммарную оценку наращенного денежного потока, т. е. в ее основе лежит будущая стоимость. В частности, если денежный поток представляет собой регулярные начисления процентов на вложенный капитал (P) по схеме сложных процентов, то в основе суммарной оценки наращенного денежного потока лежит формула (6.6), применяемая к каждому элементу потока.

Для наглядности приведем пример типовой ситуации. Предприниматель имеет возможность делать периодические взносы в банк в течение длительного периода и пытается оценить, какая сумма будет нако-

плена им к концу этого периода. Подобные расчеты представляют собой пример решения прямой задачи.

Обратная задача предполагает суммарную оценку дисконтированного (приведенного) денежного потока. Поскольку отдельные элементы денежного потока генерируются в разные временные интервалы, а деньги имеют временную ценность, непосредственное их суммирование невозможно. Дисконтирование денежного потока к одному моменту времени осуществляется с помощью формулы (6.20), применяемой к каждому элементу потока. Основным результатом расчета является определение общей величины приведенного денежного потока. Используемые при этом расчетные формулы различны в зависимости от вида потока – постнумерандо или пренумерандо.

Один из типовых примеров решения обратной задачи формулируется следующим образом. Инвестор имеет возможность получить в будущем серию платежей (доходы, проценты). Спрашивается: какую сумму готов заплатить инвестор сегодня за возможность получения в будущем этой серии платежей?

Необходимо особо подчеркнуть, что ключевым моментом в рассмотренных схемах является предпосылка о том, что анализ ведется с позиции разумного инвестора, т. е. инвестора, не накапливающего полученные денежные средства в каком-нибудь сундуке, подобно небезызвестному Плюшкину, а немедленно инвестирующего их с целью получения дополнительного дохода. Именно этим объясняется тот факт, что при оценке потоков в обоих случаях (при наращении и при дисконтировании) предполагается капитализация по схеме сложных процентов.

6.6. Оценка денежного потока с неравными поступлениями

Ситуация, когда денежные поступления по годам варьируют, является наиболее распространенной. Общая постановка задачи в этом случае такова.

Пусть CF_1, CF_2, \dots, CF_n – денежный поток; r – ставка дисконтирования. Поток, все элементы которого с помощью дисконтирующих множителей приведены к одному моменту времени, а именно – к настоящему моменту времени, называется *дисконтированным* (иногда используется термин «приведенный»). Требуется найти стоимость данного денежного потока с позиции будущего и с позиции настоящего.

6.6.1. Оценка потока постнумерандо

Прямая задача предполагает оценку с позиции будущего, т. е. на конец периода n , когда реализуется схема наращения, которую можно представить следующим образом (рис. 6.8).

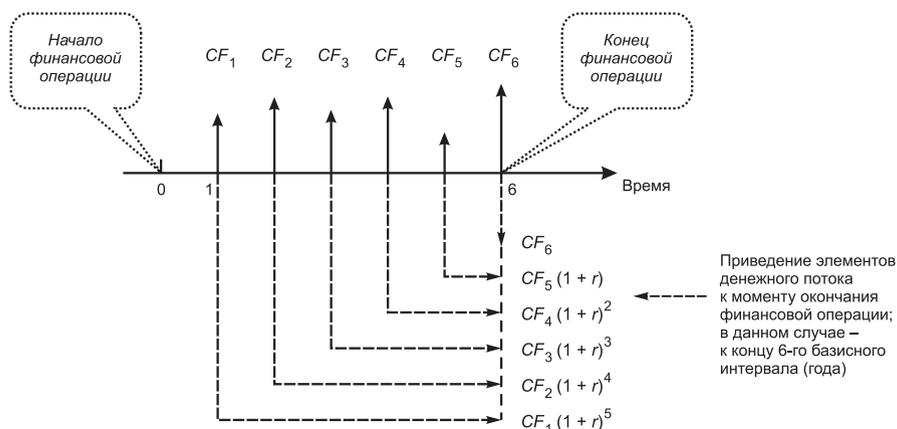


Рис. 6.8. Схема наращивания элементов денежного потока постнумерандо

Представим себе, что множество $\{CF_k\}$, $k = 1, 2, \dots, n$ – это совокупность периодических денежных взносов в банк на депозит. Какая сумма будет в конце данной операции? Предполагается, что инвестор безусловно знаком с понятием временной ценности денег и, кроме того, хотел бы получить некоторое вознаграждение за отвлечение своих собственных средств. Простое суммирование элементов потока $\{CF_k\}$ невозможно, поскольку они находятся в разных временных интервалах, что обуславливает их несопоставимость из-за временной ценности денег. Эта несопоставимость устраняется с помощью наращивания по схеме сложных процентов. Поскольку имеем поток постнумерандо, это означает, что финансовая операция заканчивается в конце последнего базисного периода (на рис. 6.8 это конец 6-го периода). Элемент CF_6 уже находится в этой точке, поэтому наращивания не требуется; элемент CF_5 находится в конце 5-го периода, а потому по истечении 6-го периода на эту сумму будут начислены проценты по ставке r . Сумма CF_4 требует двукратного начисления, и т. д. После приведения всех элементов потока в точку 6 их можно просуммировать.

Таким образом, общая формула для исчисления будущей стоимости потока постнумерандо имеет следующий вид:

$$FV_{pst} = \sum_{k=1}^n CF_k (1+r)^{n-k}. \quad (6.23)$$

Обратная задача подразумевает оценку с позиции текущего момента, т. е. на начало периода 1. В этом случае реализуется схема дисконтирования, т. е. все элементы ожидаемого денежного потока сводятся к началу финансовой операции – в точку 0. Схема дисконтирования для исходного потока постнумерандо имеет следующий вид

(рис. 6.9). Заметим, что в общем случае равенство элементов потока не предполагается, а логика рассуждений такова.

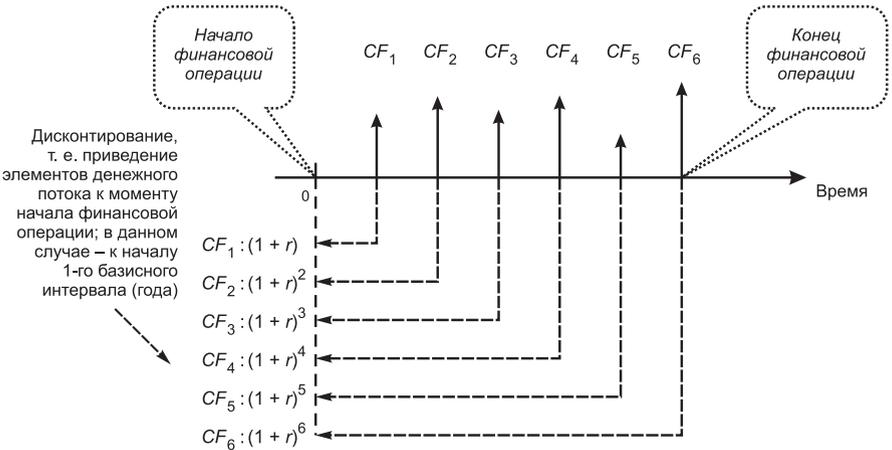


Рис. 6.9. Схема дисконтирования элементов денежного потока постнумерандо

Пусть имеем исходный денежный поток CF_1, CF_2, \dots, CF_n . Представим себе, что это совокупность регулярных доходов по ценной бумаге, которую инвестору предлагают купить. Инвестор хочет понять, сколько он готов заплатить за возможность обладания данным потоком. Речь идет о грамотном участнике рынка, который знаком с понятием временной ценности денег и, кроме того, хотел бы получить приемлемое вознаграждение за единовременное отвлечение своих собственных средств, неизбежное при покупке ценной бумаги. Очевидно, что напрашивающееся простое суммирование элементов потока CF_k невозможно, поскольку они находятся в разных временных интервалах, что обуславливает их несопоставимость (в частности, из-за временной ценности денег). Эта несопоставимость устраняется с помощью дисконтирования по схеме сложных процентов.

Финансовая операция подразделяется на n базисных периодов, к концу каждого из которых привязан очередной платеж CF_k (на рис. 6.9 это 6 периодов). Расчет дисконтированной стоимости данного потока сводится к приведению каждого его элемента к началу финансовой операции, т. е. в точку 0, т. е. к делению на множитель $(1+r)$ в соответствующей степени.

Элемент CF_1 отдален от точки приведения на один интервал, потому он делится на $(1+r)$; элемент CF_2 отдален двумя интервалами, а потому делится на $(1+r)^2$, и т. д. После приведения всех элементов потока в точку 0 их можно просуммировать.

Таким образом, общая формула для исчисления дисконтированной стоимости потока постнумерандо имеет следующий вид:

$$PV_{pst} = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k}. \quad (6.24)$$

Если использовать дисконтирующий множитель для единичного платежа, то формулу (6.24) можно переписать в следующем виде:

$$PV_{pst} = \sum_{k=1}^n CF_k FM2(r, k). \quad (6.25)$$

Пример

Рассчитать дисконтированную стоимость денежного потока постнумерандо (млн руб.): 12, 15, 9, 25, если ставка дисконтирования $r = 12\%$.

Решение

Результаты расчетов приведены в таблице.

Год	Денежный поток (млн руб.)	Дисконтирующий множитель при $r = 12\%$	Дисконтированный поток (млн руб.)
1	12	0,8929	10,71
2	15	0,7972	11,96
3	9	0,7118	6,41
4	25	0,6355	15,89
	61		44,97

Как видим, чем дальше от начала финансовой операции отстоит элемент денежного потока, тем более осторожна его оценка. Все элементы дисконтированного потока уже приведены в точку 0, а потому их можно просуммировать, а полученную сумму 44,97 млн руб. можно сравнивать, например, с запрашиваемой суммой инвестиции.

6.6.2. Оценка потока пренумерандо

Логика оценки денежного потока в этом случае аналогична вышеописанной. Некоторое расхождение в вычислительных формулах объясняется сдвигом элементов потока к началу соответствующих базисных подынтервалов. Для прямой задачи схема наращивания приведена на рис. 6.10.

Сравнивая рис. 6.8 и 6.10, несложно понять, что различие между потоками пост- и пренумерандо заключается лишь в том, что поток пренумерандо сдвинут влево на один интервал. Это приводит к дополнительному однократному начислению процентов, а формула расчета

будущей стоимости потока пренумерандо будет иметь вид (это видно из рис. 6.10)

$$FV_{pre} = \sum_{k=1}^n CF_k (1+r)^{n-k+1}. \quad (6.26)$$

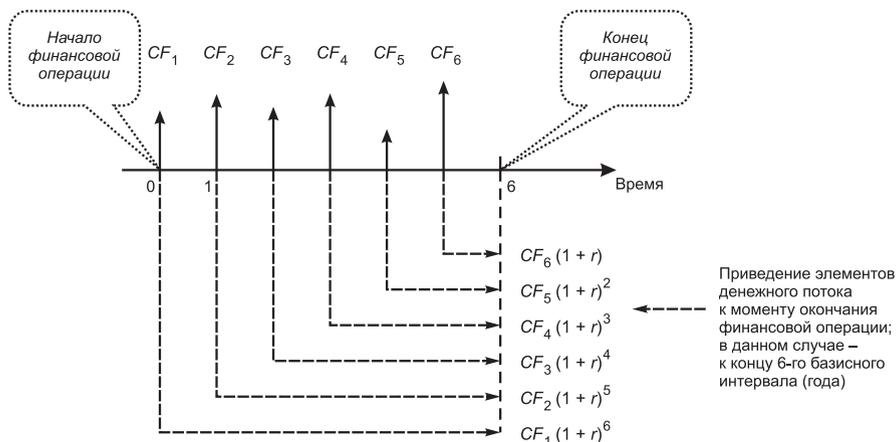


Рис. 6.10. Схема наращивания элементов денежного потока пренумерандо

Отсюда с очевидностью следует, что в общем случае

$$FV_{pre} = \sum_{k=1}^n CF_k (1+r)^{n-k} (1+r) = (1+r) \sum_{k=1}^n CF_k (1+r)^{n-k} = (1+r) FV_{pst}. \quad (6.27)$$

Итак, взаимосвязь между стоимостными оценками потоков пост- и пренумерандо выражается следующей формулой:

$$FV_{pre} = FV_{pst} (1+r). \quad (6.28)$$

Иными словами, схема потока пренумерандо более выгодна для накопления денежных средств, нежели схема постнумерандо.

Для *обратной задачи* схема дисконтирования, т. е. приведения всех элементов исходного потока в точку 0, может быть представлена рис. 6.11.

Сравнивая рис. 6.11 и 6.9, вновь видим, что различие между потоками пост- и пренумерандо заключается лишь в том, что поток пренумерандо сдвинут влево на один интервал. Это приводит к уменьшению делителя на величину $(1+r)$. Действительно, элемент CF_1 уже находится в начале 1-го базисного интервала, т. е. в точке 0, а потому дисконтирование не требуется; элемент CF_2 отдален от точки 0 на один интервал, а потому его дисконтирование сводится к делению на $(1+r)$, и т. д. После приведения всех элементов потока в точку 0 их можно просуммировать.

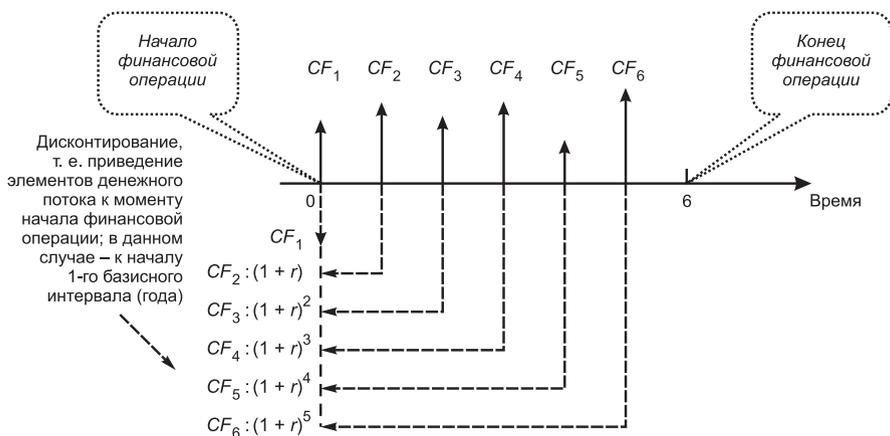


Рис. 6.11. Схема дисконтирования элементов денежного потока пренумерандо

Таким образом, в общем виде формула для исчисления дисконтированной стоимости потока пренумерандо имеет следующее представление:

$$PV_{pre} = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^{k-1}} = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k(1+r)}{(1+r)^k} = (1+r) \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k} = PV_{pst}(1+r) \quad (6.29)$$

Иными словами, как и в случае с будущей стоимостью, дисконтированная стоимость потока пренумерандо превышает дисконтированную стоимость соответствующего потока постнумерандо на величину $(1+r)$. Так, если в предыдущем примере предположить, что исходный поток представляет собой поток пренумерандо, то его дисконтированная стоимость будет равна

$$PV_{pre} = PV_{pst}(1+r) = 44,97 \cdot 1,12 = 50,37 \text{ млн руб.}$$

6.7. Оценка аннуитетов

Одним из ключевых понятий в финансовых и коммерческих расчетах является понятие аннуитета. Логика, заложенная в схему аннуитетных платежей, широко используется при оценке долговых и долевого ценных бумаг, в анализе инвестиционных проектов, а также в анализе аренды.

6.7.1. Оценка срочного аннуитета

Аннуитет (иногда в литературе используются термины «рента», «финансовая рента») представляет собой частный случай денежного

потока. Известны два подхода к его определению. Согласно *первому подходу* аннуитет представляет собой однонаправленный денежный поток, элементы которого имеют место через равные временные интервалы. *Второй подход* накладывает дополнительное ограничение: элементы денежного потока одинаковы по величине. В дальнейшем изложении материала мы будем придерживаться именно второго подхода.

Любой элемент денежного потока называется членом аннуитета (членом ренты), а величина постоянного временного интервала между двумя его последовательными элементами называется периодом аннуитета (периодом ренты). Если каждый элемент аннуитета имеет место в конце соответствующего периода, аннуитет называется *аннуитетом постнумерандо* (Ordinary Annuity); если в начале периода – *аннуитетом пренумерандо* (Annuity Due). Аннуитет, все элементы которого равны между собой, называется постоянным; если равенства нет, аннуитет носит название переменного.

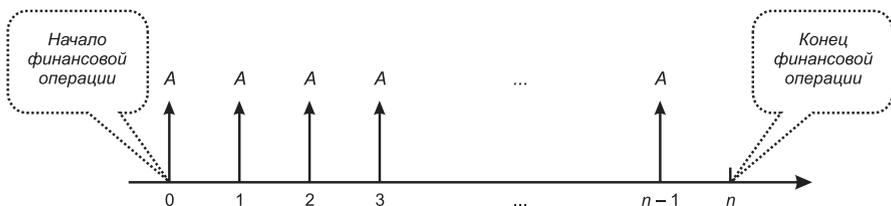
Пример аннуитета пренумерандо: накопление денег на банковском счете, когда вклады делаются, например, в начале каждого месяца. Пример аннуитета постнумерандо: регулярное получение процентов по ценной бумаге (по вкладу) по итогам очередного месяца.

Если число равных временных интервалов ограничено, аннуитет называется срочным; в противном случае аннуитет носит название бессрочного. Для срочного аннуитета: $CF_1 = CF_2 = \dots = CF_n = A$. Графическое представление срочного аннуитета пост- и пренумерандо приведено на рис. 6.12. Вновь обращаем внимание читателя на то, что в обоих случаях финансовая операция, описываемая аннуитетом, начинается в точке 0 и заканчивается в точке n (грубо говоря, делая графические построения и проводя расчеты, всегда надо помнить о нехитром правиле: число стрелок и количество базисных интервалов должно совпадать).

Примером срочного аннуитета постнумерандо могут служить регулярно поступающие рентные платежи за пользование сданным в аренду земельным участком в случае, если договором предусматривается регулярная оплата аренды по истечении очередного периода. В качестве срочного аннуитета пренумерандо выступает, например, схема периодических денежных вкладов на банковский счет в начале каждого месяца с целью накопления суммы для крупной покупки.

Исторически вначале рассматривались ежегодные денежные поступления (базисный период принимался равным одному году), что и послужило основой для поименования потока аннуитетом («год» на латинском языке – *anno*). В дальнейшем в качестве периода стал выступать любой промежуток времени при сохранении прежнего названия.

а) Аннуитет пренумерандо (каждый элемент привязан к началу соответствующего базисного интервала)



б) Аннуитет постнумерандо (каждый элемент привязан к концу соответствующего базисного интервала)

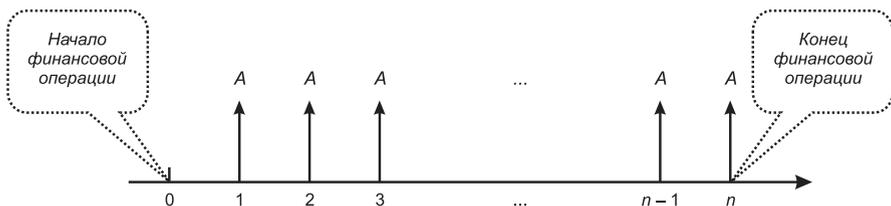


Рис. 6.12. Виды срочных аннуитетов

Как и в случае с нетипизированным денежным потоком, в отношении аннуитетов имеют место прямая и обратная задача. Специфика аннуитета (равенство денежных поступлений) позволяет вывести стандартизованные формулы, существенно упрощающие счетные процедуры. Логика рассуждений точно такова, как и в разд. 6.6.

Будущая стоимость аннуитета постнумерандо (т. е. денежного потока постнумерандо с равными элементами) представляет собой сумму наращенных элементов потока, исчисляемую в предположении, что: (а) все элементы одинаковы, (б) каждый элемент потока начинается в конце соответствующего базисного интервала и (в) наращение осуществляется по схеме сложных процентов с использованием заданной процентной ставки r .

Для демонстрации логики расчета можно воспользоваться графиком на рис. 6.8 в предположении, что $CF_k = A = \text{const}$, а горизонт планирования равен n .

$$\begin{aligned} FV_{pst}^a &= A(1+r)^{n-1} + A(1+r)^{n-2} + \dots + A(1+r) + A = \\ &= \sum_{k=1}^n A(1+r)^{n-k} = A \sum_{k=1}^n (1+r)^{n-k} = AFM3(r, n). \end{aligned}$$

Итак,

$$FV_{pst}^a = AFM3(r, n), \quad (6.30)$$

$$\text{где } FM3(r, n) = \sum_{k=1}^n (1+r)^{n-k} = \frac{(1+r)^n - 1}{r}. \quad (6.31)$$

Вывод формулы (6.31) очевиден. Действительно,

$$FM3(r, n) = (1+r)^{n-1} + (1+r)^{n-2} + \dots + (1+r) + 1. \quad (6.32)$$

Домножив обе части уравнения (6.32) на $(1+r)$, получим

$$FM3(r, n)(1+r) = (1+r)^n + (1+r)^{n-1} + \dots + (1+r)^2 + (1+r). \quad (6.33)$$

Вычтя из уравнения (6.33) уравнение (6.32), получим

$$FM3(r, n)(1+r) - FM3(r, n) = (1+r)^n - 1,$$

т. е. $FM3(r, n)r = (1+r)^n - 1$.

Отсюда и следует формула (6.31).

Экономический смысл $FM3(r, n)$, называемого *мультиплицирующим множителем* для аннуитета, заключается в следующем. Он показывает, чему будет равна суммарная величина срочного аннуитета в одну денежную единицу (например, один рубль) к концу срока его действия. Предполагается, что проводится лишь начисление денежных сумм, а их изъятие может быть сделано по окончании срока действия аннуитета. Множитель $FM3(r, n)$ часто используется в финансовых вычислениях. Его значения зависят лишь от процентной ставки r и срока n действия аннуитета, причем с увеличением каждого из этих параметров величина $FM3(r, n)$ возрастает. Значения множителя для различных сочетаний r и n можно табулировать (см. Приложение 3).

Из (6.30) следует, что $FM3(r, n)$ показывает, во сколько раз наращенная сумма аннуитета больше величины денежного поступления A . В связи с этим множитель $FM3(r, n)$ называют также коэффициентом аккумуляции вкладов.

Заметим, что формула (6.30) охватывает и пограничные случаи. Так, при одном денежном поступлении ($n = 1$) $FM3(r, n) = 1$ и $FV_{pst}^a = A$. Если $r = 0$, т. е. не происходит наращенная, из (6.30) получаем $FV_{pst}^a = nA$; иными словами, денежные поступления попросту суммируются.

Пример

Вам предлагают сдать в аренду участок на 3 года, выбрав один из двух вариантов оплаты аренды: (1) 100 тыс. руб. в конце каждого года; (2) 350 тыс. руб. в конце периода. Какой вариант более предпочтителен, если банк предлагает 20% годовых по вкладам?

Решение

Первый вариант оплаты как раз и представляет собой аннуитет постнумерандо при $n = 3$ и $A = 100$ тыс. руб. Имеется возможность ежегодного получения арендного платежа и инвестирования полученных сумм на условиях 20% годовых (например, вложение в банк). К концу перио-

да накопленная сумма может быть рассчитана в соответствии со схемой, аналогичной схеме, представленной на рис. 6.8.

$$FV_{pst}^a = A FM3(20\%, 3) = 100 \cdot 3,640 = 364 \text{ тыс. руб.}$$

Таким образом, расчет показывает, что вариант (1) более выгоден.

Будущая стоимость аннуитета пренумерандо (т. е. денежного потока пренумерандо с равными элементами) представляет собой сумму наращенных элементов потока, исчисляемую в предположении, что: (а) все элементы одинаковы, (б) каждый элемент потока начинается в начале соответствующего базисного интервала и (в) наращение осуществляется по схеме сложных процентов с использованием заданной процентной ставки r .

Для демонстрации логики расчета можно воспользоваться графиком на рис. 6.10 в предположении, что $CF_k = A = \text{const}$. Как было показано в разд. 6.6, значения будущей стоимости потоков пренумерандо и постнумерандо отличаются на множитель $(1+r)$, т. е. будущая стоимость денежного потока пренумерандо рассчитывается по формуле

$$FV_{pre}^a = FV_{pst}^a (1+r) = A FM3(r, n)(1+r). \quad (6.34)$$

Пример

Ежегодно в начале года в банк делается очередной взнос в размере 10 тыс. руб. Банк платит 20% годовых. Какая сумма будет на счете по истечении 3 лет?

Решение

В данном случае мы имеем дело с аннуитетом пренумерандо, будущую стоимость которого предлагается оценить. В соответствии с формулой (6.34) найдем искомую сумму S :

$$S = 10 \cdot FM3(20\%, 3) \cdot (1+0,2) = 10 \cdot 3,640 \cdot 1,2 = 43,68 \text{ тыс. руб.}$$

Дисконтированная стоимость аннуитета постнумерандо (Present Value of Ordinary Annuity) (т. е. денежного потока постнумерандо с равными элементами) представляет собой сумму приведенных к началу финансовой операции элементов потока, исчисляемую в предположении, что: (а) все элементы одинаковы, (б) каждый элемент потока начинается в конце соответствующего базисного интервала и (в) дисконтирование осуществляется по схеме сложных процентов с использованием заданной процентной ставки r .

Для демонстрации логики расчета можно воспользоваться графиком на рис. 6.9 в предположении, что $CF_k = A = \text{const}$, а горизонт планирования равен n .

$$PV_{pst}^a = \frac{A}{(1+r)} + \frac{A}{(1+r)^2} + \dots + \frac{A}{(1+r)^n} = A \sum_{k=1}^n \frac{1}{(1+r)^k} = A FM4(r, n).$$

Итак,

$$PV_{pst}^a = AFM4(r, n), \quad (6.35)$$

$$\text{где } FM4(r, n) = \sum_{k=1}^n \frac{1}{(1+r)^k} = \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r}. \quad (6.36)$$

Вывод формулы (6.36) очевиден. Действительно,

$$FM4(r, n) = \frac{1}{(1+r)} + \frac{1}{(1+r)^2} + \dots + \frac{1}{(1+r)^n}. \quad (6.37)$$

Домножим обе части уравнения (6.37) на $(1+r)$, тогда получим:

$$FM4(r, n)(1+r) = 1 + \frac{1}{(1+r)} + \frac{1}{(1+r)^2} + \dots + \frac{1}{(1+r)^{n-1}}. \quad (6.38)$$

Вычтя из уравнения (6.38) уравнение (6.37), получим

$$FM4(r, n)(1+r) - FM4(r, n) = 1 - \frac{1}{(1+r)^n} = 1 - (1+r)^{-n},$$

т. е. $FM4(r, n) \cdot r = 1 - (1+r)^{-n}$.

Отсюда и следует формула (6.36).

Экономический смысл $FM4(r, n)$, называемого *дисконтирующим множителем для аннуитета*, заключается в следующем. Он показывает, чему равна, с позиции текущего момента (т. е. момента, на который осуществляется дисконтирование), суммарная величина срочного аннуитета в одну денежную единицу (например, один рубль), продолжающихся n равных базисных периодов с заданной процентной ставкой r . Множитель $FM4(r, n)$ часто используется в финансовых вычислениях, и поскольку его значения в общем виде зависят лишь от r и n , они табулированы. Благодаря этому существенно упрощаются расчеты (см. Приложение 3).

При одном денежном поступлении $FM4(r, 1) = \frac{1}{1+r}$ и, следовательно, но,

$PV_{pst}^a = \frac{A}{1+r}$. Поскольку $FM4(0, n) = n$, то при $r = 0$ справедливо $PV_{pst}^a = n \cdot A$. Кстати, отсюда следует очевидное и с финансовой точки зрения утверждение: $PV_{pst}^a = FV_{pre}^a$ при $r = 0$.

Дисконтирующий множитель $FM4(r, n)$ полезно интерпретировать как величину капитала, поместив который в банк под сложную процентную ставку r , можно обеспечить регулярные выплаты в размере одной денежной единицы в течение n периодов (выплаты проводятся в конце каждого периода).

Дисконтированная стоимость аннуитета пренумерандо (Present Value of Annuity Due) (т. е. денежного потока пренумерандо с равными элементами) представляет собой сумму дисконтированных элементов потока, исчисляемую в предположении, что: (а) все элементы одинаковы, (б) каждый элемент потока начинается в начале соответствующего базисного интервала и (в) дисконтирование осуществляется по схеме сложных процентов с использованием заданной процентной ставки r .

Для демонстрации логики расчета можно воспользоваться графиком на рис. 6.11 в предположении, что $CF_k = A = \text{const}$, а горизонт планирования равен n . Вновь вспомним о том, что значения дисконтированной стоимости потоков пренумерандо и постнумерандо отличаются на множитель $(1+r)$, т. е. дисконтированная стоимость денежного потока пренумерандо рассчитывается по формуле

$$PV_{pre}^a = PV_{pst}^a (1+r) = AFM4(r, n)(1+r). \quad (6.39)$$

Общие замечания. Из приведенных в данном разделе формул видно, почему в финансовых таблицах не уточняется, какая схема подразумевается в финансовой сделке – постнумерандо или пренумерандо. Дело в том, что содержание любой базовой финансовой таблицы инвариантно к этому фактору. Однако при применении расчетных формул или финансовых таблиц необходимо строго следить за схемой поступления денежных платежей, поскольку величина будущей или дисконтированной стоимости аннуитета зависит от его вида.

Многие практические задачи могут быть решены разными способами, в зависимости от того, какой денежный поток выделен аналитиком. Рассмотрим пример.

Пример

Вам предложено инвестировать 100 тыс. руб. на срок 5 лет при условии возврата этой суммы частями (ежегодно по 20 тыс. руб.). По истечении 5 лет выплачивается дополнительное вознаграждение в размере 30 тыс. руб. Принимать ли это предложение, если можно безопасно депонировать деньги в банк из расчета 12% годовых?

Решение

Для принятия решения необходимо рассчитать и сравнить две суммы. При депонировании денег в банк к концу 5-летнего периода на счете будет сумма:

$$F_5 = P(1+r)^5 = 100 \cdot (1+0,12)^5 = 176,23 \text{ тыс. руб.}$$

В отношении альтернативного варианта, предусматривающего возмещение вложенной суммы частями, предполагается, что ежегодные поступления в размере 20 тыс. руб. можно немедленно пускать в оборот, получая дополнительные доходы. Если нет других альтернатив по эф-

фактивному использованию этих сумм, их можно депонировать в банк. Денежный поток в этом случае можно представить двойко:

- как срочный аннуитет постнумерандо с $A = 20$, $n = 5$, $r = 20\%$ и единовременное получение суммы 30 тыс. руб.;
- как срочный аннуитет пренумерандо с $A = 20$, $n = 4$, $r = 20\%$ и единовременное получение сумм 20 и 30 тыс. руб.

В первом случае на основании формулы (6.30) имеем

$$S = 20 \cdot FM3(12\%, 5) + 30 = 20 \cdot 6,353 + 30 = 157,06 \text{ тыс. руб.}$$

Во втором случае на основании формулы (6.34) имеем

$$S = 20 \cdot FM3(12\%, 4) \cdot 1,2 + 20 + 30 = 20 \cdot 4,779 \cdot 1,12 + 50 = 157,06 \text{ тыс. руб.}$$

Естественно, что оба варианта привели к одинаковому ответу. Таким образом, общая сумма капитала к концу 5-летнего периода будет складываться из доходов от депонирования денег в банке (107,06 тыс. руб.), возврата доли от участия в венчурном проекте за последний год (20 тыс. руб.) и единовременного вознаграждения (30 тыс. руб.). Общая сумма составит, следовательно, 157,06 тыс. руб. Предложение для вас экономически нецелесообразно.

6.7.2. Оценка бессрочного аннуитета

Аннуитет называется бессрчным (Perpetual Annuity), если денежные поступления продолжают довольно длительное время. Математически это означает, что $n \rightarrow \infty$. Характерным примером бессрчного аннуитета являются консоли – выпускаемые правительствами некоторых стран облигации, по которым проводят регулярные купонные выплаты, но которые не имеют фиксированного срока. В западной практике к бессрчным относятся аннуитеты, рассчитанные на 50 лет и более. Бессрчный аннуитет также называют вечной рентой.

В этом случае прямая задача (определение будущей стоимости аннуитета) не имеет смысла, однако обратная задача (определение дисконтированной стоимости аннуитета) имеет решение. Поток платежей в постоянном бессрчном аннуитете при одном денежном поступлении A за период (например, равный году), являющийся базисным для начисления процентов по ставке r , представляет собой бесконечно убывающую геометрическую прогрессию с первым членом $\frac{A}{1+r}$ и зна-

менателем $\frac{1}{1+r}$. Для бессрчного аннуитета постнумерандо, используя формулу для определения суммы бесконечно убывающей геометрической прогрессии или переходя в (6.36) к пределу при $n \rightarrow \infty$, получим

$$\lim_{n \rightarrow +\infty} FM4(r, n) = \lim_{n \rightarrow +\infty} \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} = \frac{1}{r}.$$

Отсюда следует, что дисконтированная стоимость *бессрочного аннуитета постнумерандо* находится по формуле

$$PV_{pst}^{a\infty} = \frac{A}{r}. \quad (6.40)$$

Из формул (6.39) и (6.40) следует, что дисконтированная стоимость *бессрочного аннуитета пренумерандо* может быть найдена по формуле

$$PV_{pre}^{a\infty} = PV_{pst}^{a\infty}(1+r) = \frac{A}{r}(1+r). \quad (6.41)$$

Формула (6.40) показывает, что поток даже с неограниченным числом платежей имеет конечную приведенную стоимость. С финансовой точки зрения это понятно, поскольку деньги, которые поступят через много лет, сейчас мало что стоят (а при высокой инфляции практически ничего не стоят). Эта же ситуация проявляется при сравнении коэффициентов дисконтирования бессрочного аннуитета и аннуитетов большой продолжительности. Рассмотрим значения $FM4(r, n)$ при $r = 10\%$.

Коэффициенты дисконтирования аннуитета

Продолжительность (n) аннуитета	40	50	60	70	90	∞
Значение множителя $FM4(10\%, n)$	9,7791	9,9148	9,9672	9,9873	9,9981	10

Из таблицы видно, что при продолжительности аннуитета, превышающей 50 базисных периодов (например, лет), коэффициенты дисконтирования аннуитета незначительно отличаются друг от друга. Заметим также, что с ростом процентной ставки r величина срока, начиная с которого коэффициенты $FM4(r, n)$ перестают существенно отличаться друг от друга, уменьшается (например, при $r = 15\%$ такой срок равен уже 40 периодам). Таким образом, при больших сроках аннуитета и большом уровне процентной ставки для определения приведенной стоимости срочного аннуитета можно воспользоваться формулой для определения дисконтированной стоимости бессрочного аннуитета. Полученный приблизительный результат будет не слишком отличаться от точного значения.

Формула (6.40) используется для оценки целесообразности приобретения бессрочного аннуитета, если известен размер денежного поступления за период. В качестве r обычно принимается гарантирован-

ная процентная ставка (например, процент, предлагаемый государственным банком).

Пример

Определить дисконтированную (текущую, приведенную) стоимость бессрочного аннуитета постнумерандо с ежегодным поступлением 4,2 тыс. руб., если предлагаемый банком процент по срочным вкладам равен 14% годовых.

Решение

По формуле (6.40)

$$PV_{pst}^{a\infty} = \frac{4,2}{0,14} = 30 \text{ тыс. руб.}$$

Следовательно, если аннуитет предлагается по цене, не превышающей 30 тыс. руб., он представляет собой выгодную инвестицию.

Дисконтированная стоимость бессрочного аннуитета пренумерандо определяется с помощью дисконтированной стоимости бессрочного аннуитета постнумерандо по формуле (6.41)

$$PV_{pre}^{a\infty} = PV_{pst}^{a\infty}(1+r) = PV_{pst}^{a\infty} + A,$$

т. е. мы получили очевидное финансовое утверждение: дисконтированная стоимость бессрочного аннуитета пренумерандо отличается от таковой для аннуитета постнумерандо на величину первого платежа.

6.7.3. Метод депозитной книжки

Можно дать иную интерпретацию расчета дисконтированной стоимости аннуитета с помощью метода депозитной книжки, логика которого такова. Сумма, положенная на депозит, приносит доход в виде процентов. При снятии с депозита некоторой суммы базовая величина, с которой начисляются проценты, уменьшается. Как раз эта ситуация имеет место в случае с аннуитетом. Текущая стоимость аннуитета – это величина депозита с общей суммой причитающихся процентов, ежегодно уменьшающаяся на равные суммы. Эта сумма годового платежа включает начисленные за очередной период проценты, а также некоторую часть основной суммы долга. Таким образом, погашение исходного долга осуществляется постепенно, в течение всего срока действия аннуитета. Структура годового платежа постоянно меняется. В начальные периоды в нем преобладают начисленные за очередной период проценты; с течением времени доля процентных платежей постоянно уменьшается и повышается доля погашаемой части основного долга. Логике и счетные процедуры метода рассмотрим на примере.

Пример

В банке получена ссуда на 5 лет в сумме 20 000 долл. под 13% годовых, начисляемых по схеме сложных процентов на непогашенный остаток. Возвращать надо равными суммами в конце каждого года. Требуется определить величину годового платежа.

Решение

Если обозначить за A величину искомого годового платежа, то данный финансовый контракт можно представить в виде следующей схемы (рис. 6.13).

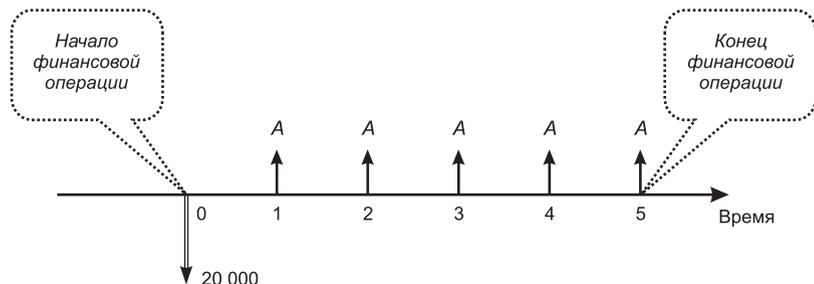


Рис. 6.13. Схема к методу депозитной книжки

Заметим прежде всего, что на рис. 6.13 фактически изображены два денежных потока: первый связан с оттоком денежных средств и состоит из одного элемента, равного величине инвестиции в сумме 20 тыс. долл.; второй связан с притоками денежных средств и представлен аннуитетом постнумерандо (рассуждения приведены с позиции банка). Иными словами, стрелка, демонстрирующая отток денежных средств, не является элементом денежного потока, демонстрирующего поступления, т. е. сформулированное выше правило о совпадении числа стрелок и числа базисных интервалов в контексте одного потока здесь выполнено.

Для лучшего понимания логики метода депозитной книжки целесообразно рассуждать с позиции кредитора. Для банка данный контракт представляет собой инвестицию в размере 20 000 долл., т. е. отток денежных средств, что и показано на схеме. В дальнейшем в течение 5 лет банк будет ежегодно получать в конце года сумму A , причем каждый годовой платеж будет включать проценты за истекший год и часть основной суммы долга. Так, поскольку в течение первого года заемщик пользовался кредитом в размере 20 000 долл., то платеж, который будет сделан в конце этого года, состоит из двух частей: процентов за год в сумме 2600 долл. (13% от 20 000 долл.) и погашаемой части долга в сумме $(A - 2600)$ долл. В следующем году расчет будет повторен при условии, что размер кредита, которым пользуется заемщик, составит уже меньшую сумму по сравнению с первым годом, а именно $(20000 - A + 2600)$ долл. Отсюда видно, что с течением времени сумма уплачиваемых процентов снижается, а доля платежа в счет погашения долга возрастает.

Из схемы на рис. 6.13 видно, что мы имеем дело с аннуитетом постнумерандо, о котором известна его текущая стоимость, процентная ставка и продолжительность действия. Поэтому для нахождения величины годового платежа A можно воспользоваться формулой (6.35):

$$20000 = A \cdot FM4(13\%, 5) = A \cdot 3,517, \text{ т. е. } A = 5687 \text{ долл.}$$

Динамика платежей показана в таблице. Отметим, что данные в ходе вычислений округлялись, поэтому величина процентов в последней строке найдена балансовым методом.

Метод депозитной книжки

Год	Остаток кредита на начало года	Сумма годового платежа	В том числе		Остаток кредита на конец года
			проценты за год	погашенная часть долга	
1	20 000	5687	2600	3087	16 913
2	16 913	5687	2199	3488	13 425
3	13 425	5687	1745	3942	9483
4	9483	5687	1233	4454	5029
5	5029	5687	658	5029	0

Данная таблица позволяет ответить на целый ряд дополнительных вопросов, представляющих определенный интерес для прогнозирования денежных потоков. В частности, можно рассчитать общую сумму процентных платежей, величину процентного платежа в k -м периоде, долю кредита, погашенную в первые k лет, и т. п.

6.7.4. Оценка аннуитета с изменяющейся величиной платежа

На практике возможны ситуации, когда величина платежа меняется со временем в сторону увеличения или уменьшения. В частности, при заключении договоров аренды в условиях инфляции может предусматриваться периодическое увеличение платежа, компенсирующее негативное влияние изменения цен. Оценка аннуитета в этом случае может выполняться путем несложных расчетов с помощью финансовых таблиц. Технику вычислений рассмотрим на примере.

Пример

Сдан участок в аренду на 10 лет. Арендная плата будет осуществляться ежегодно по схеме постнумерандо на следующих условиях: в первые 6 лет по 10 тыс. долл., в оставшиеся 4 года по 11 тыс. долл. Требуется оценить дисконтированную стоимость этого договора, если процентная ставка, используемая аналитиком, равна 15%.

Решение

Решать данную задачу можно разными способами, в зависимости от того, какие аннуитеты будут выделены аналитиком. Общая схема денежного потока представлена на рис. 6.14.

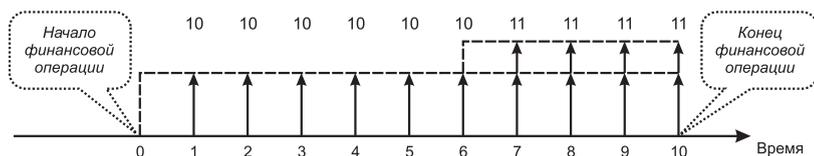


Рис. 6.14. Аннуитет с изменяющейся величиной платежа

Прежде всего отметим, что дисконтированная стоимость денежного потока должна оцениваться с позиции начала первого временного интервала. Рассмотрим два варианта решения из нескольких возможных. Все варианты основываются на свойстве аддитивности рассмотренных алгоритмов в отношении величины аннуитетного платежа.

(а) Исходный поток можно представить себе как сумму двух аннуитетов: первый имеет $A = 10$ и продолжается 10 лет; второй имеет $A = 1$ и продолжается 4 года. По формуле (6.35) можно оценить дисконтированную стоимость каждого аннуитета. Однако второй аннуитет в этом случае будет оценен с позиции начала 7-го года, поэтому полученную сумму (т. е. единичный платеж) необходимо дисконтировать с помощью формулы (6.20) к началу 1-го года. В этом случае оценки двух аннуитетов будут приведены к одному моменту времени, а их сумма даст оценку дисконтированной стоимости исходного денежного потока.

$$\begin{aligned} PV &= 10 \cdot FM4(15\%, 10) + FM2(15\%, 6) \cdot 1 \cdot FM4(15\%, 4) = \\ &= 10 \cdot 5,019 + 2,855 \cdot 1 \cdot 0,432 = 51,42 \text{ тыс. долл.} \end{aligned}$$

(б) Исходный поток можно представить себе как разность двух аннуитетов: первый имеет $A = 11$ и продолжается 10 лет; второй имеет $A = 1$ и, начавшись в 1-м году, заканчивается в 6-м. В этом случае расчет выглядит так:

$$\begin{aligned} PV &= 11 \cdot FM4(15\%, 10) - 1 \cdot FM4(15\%, 6) = \\ &= 11 \cdot 5,019 - 1 \cdot 3,784 = 51,42 \text{ тыс. долл.} \end{aligned}$$

Очевидно, что итоговый результат не зависит от способа расчета. Экономический смысл расчетов заключается в следующем. На момент начала действия договора его ценность равна 51,42 тыс. долл., т. е. за эту сумму можно было бы продать данный договор. С учетом временной ценности денег и приемлемости процентной ставки в 15% (как отдачи на вложенный капитал) одновременно получаемая сумма 51,42 тыс. долл. равносильна получению в течение 11 лет серии оговоренных платежей (в первые 6 лет по 10 тыс. долл., в оставшиеся 4 года по 11 тыс. долл.).

6.8. Логика оценки денежного потока в нетиповых ситуациях

Как следует из приведенных выше рассуждений, величина оценки любого денежного потока переменна и зависит от ряда более или менее очевидных факторов, параметров, условий и ситуаций. К очевидным параметрам относятся прогнозируемая продолжительность потока, величины прогнозируемых притоков (оттоков), задаваемая процентная ставка (или ставки), принимаемая к расчету схема наращивания или дисконтирования. К числу неочевидных, но весьма реалистичных ситуаций относится ситуация, когда имеет место несовпадение моментов начисления процентов и поступления платежей. Например, требуется оценить величину аннуитета продолжительностью 5 лет, при этом аннуитетные платежи поступают ежеквартально, а начисление процентов ведется раз в год. Несложно понять, что в общем случае возможны три ситуации:

- моменты поступления платежей и моменты начисления процентов совпадают, т. е. поступления и начисления осуществляются с одинаковой частотой (например, полугодовые поступления и полугодовое начисление процентов);
- платежи поступают более часто по сравнению с начислением процентов (например, полугодовые поступления и ежегодное начисление процентов);
- платежи поступают более редко по сравнению с начислением процентов (например, полугодовые поступления и ежеквартальное начисление процентов).

Первая ситуация наиболее прозрачна. Например, если речь идет об аннуитете, удастся оценить поток с помощью несложных процедур с привлечением факторных и дисконтирующих множителей. Вторая и третья ситуации уже менее очевидны и требуют некоторых усилий. Технику вычислений в упомянутых ситуациях рассмотрим на примерах; при этом предполагается, что финансовые операции осуществляются опытными участниками рынка, действующими исходя из очевидного требования максимизации возможного дохода (минимизации возможных затрат). В частности, выражением данной предпосылки является применение, как правило, схемы сложных процентов.

Пример

Периодически в течение 3 лет в банк делается вклад по схеме пренумерандо в сумме 400 тыс. руб. Какая сумма будет на счете к концу операции, если предлагаемая банком процентная ставка наращивания равна 12% годовых? Рассмотреть три ситуации: (1) поступления ежегодные (единовременная сумма 400 тыс. руб. в год вносится на счет в начале каждого года), начисление процентов ежегодное; (2) поступления еже-

квартальные (по 100 тыс. руб. в квартал в течение 3 лет), начисление процентов ежегодное; (3) поступления ежегодные (единовременная сумма 400 тыс. руб. в год), начисление процентов ежеквартальное.

Решение

Прежде чем читатель познакомится с результатами расчетов, предлагаем ему попытаться спрогнозировать ожидаемые результаты на качественном уровне, т. е. ответить на вопрос: в какой из ситуаций по окончании операции на счете будет накоплена большая (меньшая) сумма и почему?

Ситуация 1

Это типовой вариант финансовой операции со следующими характеристиками: денежный поток представляет собой аннуитет пренумерандо с величиной аннуитетного платежа 400 тыс. руб.; число элементов потока равно трем; базовый интервал – год; ставка наращивания – 12% (рис. 6.15).

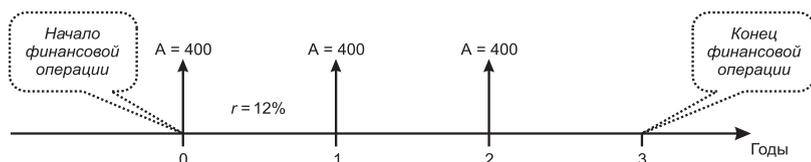


Рис. 6.15. Поток пренумерандо при совпадении частот поступления платежей и начисления процентов

Оценка будущей стоимости данного потока может быть сделана с помощью формулы (6.34):

$$FV_{pre}^a = AFM3(r, n)(1+r) = 400FM3(12\%, 3)(1+0,12) = 400 \cdot 3,374 \cdot 1,12 = 1511,55 \text{ тыс. долл.}$$

Ситуация 2

Финансовая операция начинается в момент 0 и заканчивается в момент 12. Характеристики денежного потока таковы: поток представляет собой аннуитет пренумерандо с величиной аннуитетного платежа $A = 100$ тыс. руб.; число элементов потока равно 12; базисный интервал – квартал (см. рис. 6.16).

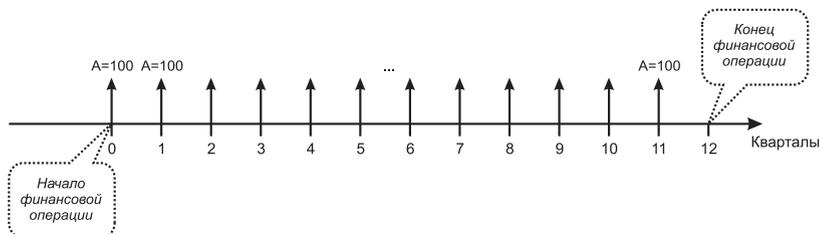


Рис. 6.16. Поток пренумерандо при поквартальных взносах и годовом начислении процентов

Здесь простейшие типовые формулы оценки будущей стоимости (как в ситуации 1) аннуитета уже не применимы, поскольку начисления процентов осуществляются лишь в моменты 4, 8 и 12. Для того чтобы понять логику наращивания в этом случае, рассмотрим отдельно один произвольный год, например первый. Денежный поток будет выглядеть следующим образом (рис. 6.17): ($CF_k = A, k = 1, 2, \dots, 12$).

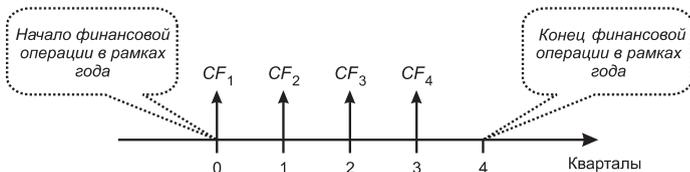


Рис. 6.17. Поток пренумерандо в рамках произвольного года, рассматриваемого отдельно

Логика начисления процентов такова. Платеж CF_4 находится в банке один квартал, а потому при одновременном начислении процентов в конце года к нему должна быть применена квартальная ставка. Аналогично в отношении платежей CF_3 , CF_2 , CF_1 должны применяться соответственно ставка полугодовая, три четверти годовой ставки и годовая ставка. А потому к концу года на счете будет находиться сумма

$$S_1 = 100 \cdot (1 + 0,04) + 100 \cdot (1 + 0,06) + 100 \cdot (1 + 0,08) + 100 \cdot (1 + 0,12) = \\ = 100 \cdot (1,04 + 1,06) + 1,08 + 1,12 = 100 \cdot 4,3 = 430 \text{ тыс. руб.}$$

Подобное имеет место и в отношении других лет, рассматриваемых отдельно. А потому исходный поток пренумерандо с величиной платежа 100 тыс. руб. и базисным интервалом квартал трансформируется в поток постнумерандо (рис. 6.18) с тремя аннуитетными платежами, величиной платежа 430 тыс. руб., ставкой наращивания 12% и базисным интервалом в 1 год.

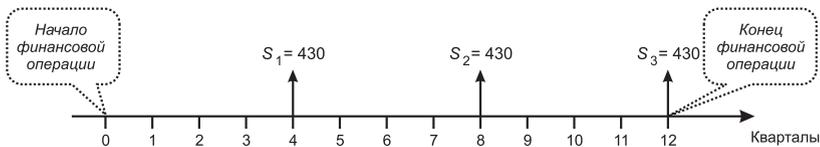


Рис. 6.18. Трансформация исходного потока с поквартальной разбивкой взносов в поток постнумерандо

Имеем аннуитет постнумерандо, будущая стоимость которого рассчитывается по формуле (6.30):

$$FV_{pst}^a = A FMЗ(r, n) = 430 FMЗ(12\%, 3) = 430 \cdot 3,374 = 1450,82 \text{ тыс. руб.}$$

Сравнивая результаты расчетов в ситуациях 1 и 2, можно заметить, что вторая накопленная сумма оказалась меньше первой. Приведенный

выше разбор счетного алгоритма объясняет причину этого. Разбиение годовой суммы на 4 части приводило к тому, что во второй ситуации относительно меньшая сумма в среднем была в распоряжении банка, поэтому естественно, что и меньшая сумма процентов была начислена.

Ситуация 3

Если рассматривать каждый год сепаратно, для расчета суммы, накопленной к концу года на счете, надо воспользоваться формулой (6.10). В разд. 6.3 было показано, что номинальной ставке с внутригодовыми начислениями соответствует эффективная ставка, исчисляемая по формуле (6.18) и предусматривающая однократное начисление

$$r_e = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1 = \left(1 + \frac{0,12}{4}\right)^4 - 1 = 12,55\%.$$

Таким образом, оцениваемый денежный поток представляет собой аннуитет пренумерандо с тремя аннуитетными платежами, величиной платежа $A = 400$ тыс. руб., базисным интервалом в 1 год и ставкой наращивания $r_e = 12,55\%$ (рис. 6.19).

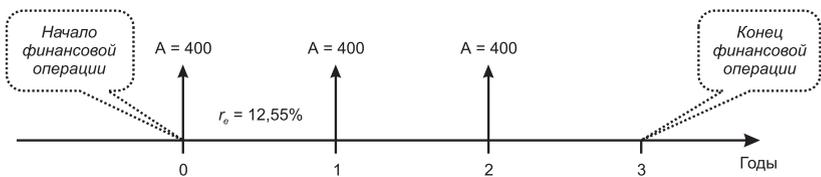


Рис. 6.19. Исходный поток при переходе к эффективной процентной ставке

Для расчета итоговой суммы, накопленной на счете к концу 3-летнего периода, воспользуемся формулами (6.34) и (6.31):

$$FV = 400 \cdot \frac{1,1255^3 - 1}{0,1255} \cdot 1,1255 = 400 \cdot 3,39225 \cdot 1,1255 = 1527,19 \text{ тыс. руб.}$$

Сравнивая сумму, исчисленную в данной ситуации, с предыдущими расчетными суммами, видим, что и здесь получили вполне оправданный результат. Ситуация 3 является самой выгодной с позиции накопления денежных средств, а причина выгоды в большей частоте начисления процентов.

В теории финансовых вычислений разработаны унифицированные формулы, позволяющие упростить расчеты в случаях, когда имеет место несовпадение моментов поступления платежей (т. е. элементов денежного потока) и начисления процентов. Для потоков постнумерандо и пренумерандо в случае применения схемы сложных процентов эти формулы имеют соответственно вид

$$FV_{pst}^a = \frac{A \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{m \cdot k} - 1}{j \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{m/j} - 1}; \quad (6.42)$$

$$FV_{pre}^a = FV_{pst}^a \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{m/j}, \quad (6.43)$$

где A – суммарный годовой платеж;
 r – годовая ставка;
 k – количество лет;
 m – количество начислений в году;
 j – количество равных поступлений средств в году.

Предлагаем читателю самостоятельно сделать расчеты с помощью формул (6.42) и (6.43) для данных только что рассмотренного примера (возможные незначительные расхождения объясняются приближенностью значений факторных множителей из финансовых таблиц).

Несмотря на наличие специальных формул, мы посчитали целесообразным в подробностях рассмотреть логику и технику расчетов в примере. Причина в том, что нередко счетные формулы применяются механически, необдуманно. Подобное может приводить к заведомо неверным результатам. По нашему глубокому убеждению, финансовый аналитик должен уметь прогнозировать *на качественном уровне* исчисляемые результаты. Дело в том, что нередко для принятия решений финансового характера собственно цифра (число) не столь уж важна (например, с позиции точности). Важна тенденция, важно понимать логику операции, действия, алгоритма и заранее (если это возможно) делать суждение о том, что данная операция более выгодна, нежели альтернативная. Если хочется знать, насколько она выгодна, требуется более или менее точный расчет.

Что касается сути проблемы соотношения частот поступления платежей и начисления процентов, проанализированной в примере, то несложно сделать очевидное обобщение: целесообразно выровнять продолжительность периода начисления процентов и периода поступления платежа. Для понимания логики процентных начислений можно, например, руководствоваться следующими правилами:

- если элементы денежного потока поступают более часто по сравнению с начислением процентов, рекомендуется исходный поток привести к условному потоку, в котором момент поступления очередного платежа будет совпадать с моментом начисления процентов в исходном потоке (иными словами, необходимо промежуточные платежи в рамках одного интервала между смежными моментами начисления процентов свести к очередному

моменту начисления процентов), и далее воспользоваться стандартными формулами оценки аннуитета;

- если проценты начисляются более часто по сравнению с поступлением аннуитетных платежей, можно воспользоваться формулами оценки аннуитета, в которых номинальная процентная ставка заменена на соответствующую эффективную ставку.

В заключение главы отметим, что приводимые в книге обозначения факторных множителей $FM1(r,n)$, $FM2(r,n)$, $FM3(r,n)$, $FM4(r,n)$ являются условными; в англоязычной и переводной литературе широко распространены следующие обозначения (в порядке соответствия): $FVIF(r,n)$, $PVIF(r,n)$, $FVIFA(r,n)$, $PVIFA(r,n)$, представляющие собой аббревиатуры соответствующих англоязычных наименований этих множителей: Future-Value Interest Factor, Future-Value Interest Factor for an Annuity, Present-Value Interest Factor, Present-Value Interest Factor for an Annuity.

Заканчивая изложение материалов главы, еще раз сформулируем ключевые моменты, которые необходимо иметь в виду при проведении финансовых и коммерческих расчетов:

- проводя количественное обоснование той или иной финансовой операции, необходимо контролировать соответствие процентной ставки и продолжительности базисного периода;
- необходимо отдавать себе отчет в том, в каких единицах (процент или доля единицы) следует включать в расчет данные о процентных ставках;
- реальная эффективность финансовой сделки характеризуется эффективной годовой процентной ставкой, однако во многих финансовых контрактах речь чаще всего идет о номинальной ставке, которая в большинстве случаев отличается от эффективной;
- заключая контракт, целесообразно уточнять, о какой ставке (процентной, учетной, эффективной и др.) идет речь, или по крайней мере отдавать себе отчет в этом;
- ни одна из схем начисления процентов не является универсальной и пригодной на все случаи жизни, т. е. нельзя определенно и однозначно отдавать приоритет той или иной схеме. Все зависит от конкретных обстоятельств;
- при анализе денежных потоков в большинстве случаев его элементы не могут быть просуммированы непосредственно. Должна быть учтена временная компонента;
- начало денежного потока и момент, на который делается оценка или к которому приводится денежный поток (потоки), могут не совпадать;
- приведение денежных потоков в сравнительном анализе, в принципе, может делаться по отношению к любому моменту времени, однако, как правило, выбирается либо начало, либо конец периода действия одного из денежных потоков.

Наконец, хотелось бы особо подчеркнуть, что многие из рассмотренных алгоритмов финансовой математики не являются чем-то принципиально новым для отечественной науки и практики. Любопытному читателю можно порекомендовать обратиться к трудам профессора Н. С. Лунского, плодотворно работавшего в области теории и практики коммерческих и финансовых вычислений в первой четверти XX в. Лунского по праву можно считать одним из родоначальников финансового анализа в России (см. Библиографию).

Материалы для самостоятельной работы

Дайте определение следующим ключевым понятиям: наращение, дисконтирование, процентная ставка, учетная ставка, правило 72-х, дискретное начисление, непрерывное начисление, сила роста, эффективная ставка, будущая стоимость, дисконтированная стоимость, мультиплицирующий множитель, дисконтирующий множитель, поток пренумерандо, поток постнумерандо, аннуитет, метод депозитной книжки.

Вопросы для обсуждения

1. Зачем надо учитывать временную ценность денежных средств?
2. Как соотносятся между собой процентная и учетная ставки?
3. В чем состоит принципиальная разница между схемами простых и сложных процентов?
4. Какой тип наращения предпочтителен при хранении денег в банке?
5. В чем разница между точным и обыкновенным процентами?
6. Вы располагаете данными о сумме, которую можно получить через 5 лет, и хотите продать этот контракт немедленно. Какими расчетными формулами целесообразно воспользоваться и почему?
7. Какое начисление процентов – более или менее частое – и при каких условиях более выгодно?
8. Какая схема и почему более выгодна при начислении процентов за дробное число лет?
9. В чем смысл эффективной годовой процентной ставки? От чего зависит ее величина?
10. Какие виды денежных потоков вы знаете?
11. Что такое финансовые таблицы и как ими пользоваться?
12. Могут ли совпадать будущая и дисконтированная стоимости? Если да, то при каких условиях?
13. Поясните правило 72-х.
14. В чем смысл прямой и обратной задач оценки денежного потока?
15. Зависят ли данные в финансовых таблицах от вида денежного потока?
16. Связаны ли между собой значения будущей стоимости потоков пренумерандо и постнумерандо?
17. Поясните метод депозитной книжки.

Глава 7

РИСК И ЕГО РОЛЬ В УПРАВЛЕНИИ ФИНАНСАМИ ФИРМЫ¹

После изучения этой главы вы сможете получить представление:

- о трактовке понятия «риск»;
- видах риска;
- подходах к измерению риска;
- количественных мерах риска;
- способах противодействия риску.

7.1. Сущность риска

Проблема риска прямо или косвенно присутствует практически в любых сферах экономики; исключительно значима она и в области финансов. Хотя само понятие «риск» нередко вызывает у любого предпринимателя вполне понятное ощущение тревоги, он мирится с ним как с неизбежным злом, сознавая, что многие операции носят рисковый характер, а потому важно не то, есть риск или нет, а то, насколько правильно он оценен и какие меры предусмотрены в плане его элиминирования, снижения или страхования. Именно неизбежность риска во многих практических ситуациях, связанных с бизнесом, предопределяет его чрезвычайно широкую распространенность в экономике.

Известны различные определения понятия «риск»². В наиболее общем виде *риск* может быть определен как вероятность осуществления некоторого нежелательного события (в принципе, можно говорить и о вероятности наступления некоего желательного события). Независимо от вида риска он оценивается, как правило, в терминах вероятности. Что касается ожидаемых исходов в ситуации риска, то они чаще всего описываются в виде некоторых потерь (или приобретений), причем их стоимостное выражение, естественно, не является единственно возможным. Существуют разные виды риска, в зависимости от того объекта или действия, рисковость которого оценивается, – политический, производственный, имущественный, финансовый, валютный и т. д. Нередко в отношении риска, обрамленного одним или несколькими дополнительными словами, аналогичными только что упомянутым, не дается ни четкого определения, ни тем более строгого алгоритма оценки. Иными словами, термин «риск» часто используется как некая обобщенная характеристика состояния тревоги и неуверенности в отношении данного объекта или ситуации.

¹ Глава написана совместно с д-ром экон. наук Вит. В. Ковалевым.

² Обзор подходов к определению понятия «риск» приведен в работе [Космачев].

В экономике безрисковых ситуаций практически нет; иное дело, что вероятность неблагоприятного поворота дел может исключительно сильно варьировать. Так, некий предприниматель при получении кредита в банке предложил в обеспечение свою шикарную дачу. Является ли для банка данная операция совершенно безрисковой? Конечно нет, поскольку упомянутая дача, например, может попросту сгореть и при отсутствии страховки обеспечение будет полностью утеряно.

Риск возможного желательного (или нежелательного) события описывается двумя основными характеристиками: вероятностью его осуществления и значимостью последствий при его осуществлении. Например, каждый человек теоретически имеет возможность сорвать джек-пот в лотерею и одновременно стать супер-миллионером, однако вероятность такого события весьма мала. Соответственно, можно безудержно играть в лотерею, надеясь на крупный выигрыш, однако вероятность этого события чрезвычайно мала, а значит, весьма велика вероятность альтернативного события – крупного проигрыша в виде аккумулируемых затрат на участие в лотерее.

Что касается второй характеристики, то можно привести следующий пример: человек, небрежно кладущий мелочь в карман, не проверив перед этим, не дырявый ли он, всегда рискует потерять свои копейки. Здесь вероятность наступления нежелательного события довольно велика, но последствия не очень интересуют данного человека. Иное дело, если бы речь шла о размещении крупного вклада в банке на хранение; в этом случае вкладчик должен крепко подумать о надежности этого банка.

Таким образом, при оценке рисковости некоторого ожидаемого события нельзя абстрагироваться от величины возможного исхода, а потому при обсуждении этого события в терминах риска надо всегда принимать во внимание обе упомянутые равноважные характеристики – вероятность осуществления исхода и его значимость, т. е. речь должна идти по сути об оценке и субъективной оптимизации комбинации $\{k, r\}$, где k – характеристика некоторого исхода (например, величина потери), r – вероятность события с таким исходом.

Если оценивать рисковость ситуации с вариативным множеством вероятных исходов безотносительно их значимости, то она может быть описана в терминах вариации, т. е. разброса значений исходов, – чем больше разброс, тем более рискована ситуация. С помощью этой характеристики можно делать сравнительную оценку рисковости несколько ситуаций, каждая из которых имеет вариативное множество вероятных исходов (например, имеется несколько ценных бумаг как объектов инвестирования и речь идет о выборе одной из них, причем об ожидаемых доходностях ценных бумаг можно судить лишь в терминах вероятности). В этом случае принятие решения зависит от целевых ус-

тановок инвестора. Во внимание принимается не только величина разброса вероятных исходов, но и среднее их значение, т. е. вновь можно ориентироваться на комбинацию, где средний исход – некая мера разброса (вариации). Рассмотрим пример.

Пример

Имеются две лотереи (подбрасывание монеты): (1) лотерея *AA* обещает выигрыш 100 руб. при выпадении орла и 60 руб. при выпадении решки; (2) лотерея *BB* обещает выигрыш 70 руб. при выпадении орла и 90 руб. при выпадении решки. Какая из этих лотерей более рискована? Каковы возможные варианты действий игроков?

Решение

В каждой из лотерей получение того или иного исхода равновероятно ($r = \frac{1}{2}$), а потому несложно рассчитать математическое ожидание выигрыша: оно в обеих лотереях равно 80 руб. $\left(100 \cdot \frac{1}{2} + 60 \cdot \frac{1}{2} = 80\right.$ и $\left.70 \cdot \frac{1}{2} + 90 \cdot \frac{1}{2} = 80\right)$. Таким образом, с позиции значимости среднего

исхода лотереи равноценны. Однако с позиции рисковости такой равнозначности уже нет. В лотерее *AA* разброс ожидаемых исходов выше: размах вариации равен 40 руб. (100 – 60), а в лотерее *BB* – 20 руб. (90 – 70). То есть в лотерее *AA* можно (в сравнении с лотереей *BB*) более значимо выиграть (возможный максимальный выигрыш в лотерее *AA* составляет 100 руб., тогда как в лотерее *BB* – лишь 90 руб.), но можно и более значимо проиграть (при неблагоприятном исходе лотереи *AA* выигрыш составит 60 руб., тогда как при неблагоприятном исходе лотереи *BB* выигрыш будет выше и составит 70 руб.). Таким образом, лотерея *BB* менее рискована. Если принимать во внимание только рисковость, то игрок должен отдавать приоритет лотерее *BB*.

Несколько усложним ситуацию. Предположим, что потенциальный игрок нуждается как минимум в сумме 100 руб., меньшая сумма его ни при каких обстоятельствах не устроит. В этом случае он вынужден принимать во внимание не только обособленную рисковость, но и ожидаемое значение исхода. Отсюда с очевидностью следует, что несмотря на повышенный риск, игрок выберет лотерею *AA*, поскольку другая лотерея его никак не устраивает. Именно эта ситуация (или ее вариации) складывается в большинстве случаев на практике.

Предлагаем читателю изменить условия задачи и проанализировать ситуации, когда не совпадают вероятности в лотереях, число возможных исходов и (или) средний выигрыш (проигрыш).

Приведенный пример показывает, что оценка ситуации с позиции ее рисковости или выбора более или менее рискованной ситуации из нескольких альтернативных многоаспектна. В реальной ситуации чис-

ло потенциально возможных исходов может быть весьма большим, но осуществится в рамках горизонта планирования лишь один из них или близкий к одному из обособленных. Если значения исходов отличаются друг от друга значимо, а вероятности их появления также значимы, то широта вариации значений исходов повышает неуверенность в появлении желаемого исхода. Следовательно, чем больше вариация возможных исходов, тем выше рисковость явления (события).

Таким образом, можно сделать следующие выводы. Во-первых, в зависимости от конкретной ситуации, в которой находится лицо, принимающее решения, и поставленной им задачи риск может измеряться по-разному: либо с помощью вероятности (вероятность найти существенный клад на дне моря невысока, а значит, событие, заключающееся в организации экспедиции по поиску клада, является чрезвычайно рисковым), либо с помощью какого-либо показателя вариации возможных исходов (например, чем больше различаются крайние значения возможных исходов некоторой операции, тем более она рискована). Во-вторых, как правило, рисковость оценивается не изолированно, сама по себе, а в связке с ожидаемым (средним) исходом.

Риск многозначен в трактовках. В частности, во многих монографиях и особенно в учебно-методических руководствах, к сожалению, нередко не проводится различия между понятиями «риск» и «неопределенность». Если в практической плоскости проблем в связи с этим, как правило, не возникает, то с позиции теории подобная синонимичность неоправданна¹. Рассмотрим соотношение этих понятий более подробно.

Осознанное принятие управленческого решения в отношении некоторого объекта или явления базируется на информации (точнее, на информационных ресурсах), находящейся в распоряжении ответственного лица. Можно выделить две крайние ситуации: полное неведение об объекте, т. е. отсутствует какая-либо полезная информация и полное знание, т. е. обладание исчерпывающей полезной информацией, когда никакая дополнительная информация не сможет улучшить информационное обеспечение принимаемого решения. В экономике чаще всего подобные ситуации являются чисто гипотетическими. Между ними находятся ситуации, в которых обычно и приходится работать ответственному лицу (рис. 7.1).

¹ Проблема соотношения категорий «риск» и «неопределенность» рассмотрена известным экономистом Ф. Найтом (Frank Hyneman Knight, 1885–1972) еще в начале 20-х гг. XX в. (см.: [Knight]).



Рис. 7.1. Ситуационная динамика в зависимости от уровня информативности

Осмысленное принятие управленческих решений, в том числе финансового характера, может осуществляться в одной из следующих четырех ситуаций: в условиях определенности, риска, неопределенности и конфликта. Первая ситуация имеет место в том случае, если можно с приемлемой точностью предсказать однозначно трактуемые последствия принятого решения. В условиях риска поле возможных исходов, т. е. последствий принятого решения, вариабельно, однако значения исходов и вероятности их появления поддаются количественной оценке. В условиях неопределенности подобной оценки сделать уже нельзя, т. е. не могут быть перечислены все возможные исходы и (или) заданы их вероятности. В условиях конфликта принятие решения осложняется не только и не столько возможностью проявления действия некоторых случайных факторов, сколько необходимостью учета безусловного, осознанного и активного противодействия участников конфликтной ситуации¹, причем число этих участников, их информационные и другие ресурсы и возможности могут быть заранее не известны.

Первая ситуация довольно редкая, а ее описание и алгоритмизация не представляют сложности. В этом случае решение может приниматься на основе некоторого критерия, исчисленного так называемым прямым счетом по исходным данным. Таким критерием может быть заданная величина прибыли, расходов, рентабельности и др.

Например, ставится задача реконструкции магазина. Среди возможных подрядчиков объявляется тендер, на который они предоставляют свои технико-экономические расчеты. Задается основной критериальный показатель – общая сумма расходов на реконструкцию. По результатам тендера выбирается подрядчик, предложивший приемлемый по срокам и качеству проект, удовлетворяющий критериальному показателю. Даже в том случае, если критериальных показателей несколько, проблемы, как правило, не возникает, поскольку, во-первых,

¹ Термин «конфликтный» не надо понимать буквально. В данном случае подразумевается, что в финансовой операции могут принимать участие несколько заинтересованных лиц, имеющих целью извлечь из данной операции выгоды и предпринимающих для этого определенные усилия и действия, заранее неизвестные другим участникам операции.

число критериев стараются ограничить и, во-вторых, они упорядочиваются по степени предпочтительности. Иными словами, в этой ситуации всегда можно построить последовательность действий по выбору оптимального решения.

Из упомянутых четырех ситуаций две последние, в принципе, довольно естественны, однако они с трудом поддаются формализованному описанию, а предлагаемые варианты действий, разрабатываемые, например, в рамках теории игр, носят абстрактный характер. Наиболее распространенной считается вторая ситуация, поскольку без особого преувеличения можно утверждать, что в экономике безрисковых операций не существует. В частности, даже гарантии, выданные авторитетными организациями и солидными компаниями, не обеспечивают полного элиминирования риска речь может идти лишь о снижении его уровня. Разработаны некоторые формализованные алгоритмы поведения в ситуациях риска.

7.2. Виды риска

Существуют разные виды риска, в зависимости от того объекта или действия, рисковость которого оценивается, – политический, производственный, имущественный, финансовый, валютный и т. д. Дадим краткую характеристику рисков, наиболее значимых для финансового менеджера типовой фирмы и имеющих прежде всего стратегическое значение.

Суверенный (страновой) риск (Sovereign Risk, Country Risk) представляет собой риск, связанный с финансовым положением целого государства, когда большинство его экономических агентов, включая правительство, отказываются от исполнения своих внешних долговых обязательств. С подобным риском имели дело иностранные инвесторы, приобретавшие в России ГКО накануне кризиса 1998 г. Необходимость учета странового риска особенно актуальна для международных банков, фондов и институтов, предоставляющих кредиты государствам и фирмам, имеющим государственные гарантии, хотя фактически этот риск приходится учитывать любому иностранному инвестору. Основными причинами риска обычно называют возможные войны, катастрофы, общемировой экономический спад, неэффективность государственной политики в области макроэкономики. Крупные агентства и журналы (в частности, журналы «Euromoney», «The Economist») периодически публикуют рейтинги кредитоспособности стран, которые безусловно оказывают влияние и на взаимоотношения частного бизнеса с иностранными инвесторами.

Политический риск (Political Risk) иногда рассматривается как синоним странового риска, однако чаще используется при характери-

стике финансовых отношений между экономическими агентами и правительствами стран, имеющих принципиально различное политическое устройство или нестабильную политическую ситуацию, когда не исключена возможность революции, гражданской войны, национализации частного капитала и т. п.

Операционный риск (Operating Risk) – это риск, в большей степени обусловленный отраслевыми особенностями бизнеса, т. е. структурой активов, в которые собственники решили вложить свой капитал. Синоним: производственный риск. Смысл риска в следующем. Один и тот же капитал можно использовать для производства как ультрамодной одежды, так и продуктов питания. Очевидно, что степень риска производственной деятельности, а следовательно, и вложения капитала в нее, в этих случаях принципиально различна. В первом случае в зависимости от удачливости прогноза в отношении моды и выбора способов реализации процессов моделирования и производства можно достичь как супердоходности, так и понести ощутимые потери. Во втором случае доходность вложенного капитала не будет очень высокой, однако можно рассчитывать на стабильные приемлемые результаты. Таким образом, смысл производственного риска заключается в том, что на момент создания предприятия его собственники по сути принимают стратегически важное и вместе с тем весьма рисковое решение – вложить капитал именно в данный вид бизнеса. Если выбор бизнеса окажется ошибочным, то собственники неминуемо понесут существенные финансовые и временные потери, связанные с дезинвестицией капитала и его последующим более перспективным вложением. Одна из основных причин финансовых потерь в подобном случае заключается в том, что при вынужденной ликвидации предприятия его материально-техническая база и оборотные активы в подавляющем большинстве случаев распродаются с убытком, т. е. по ценам, не компенсирующим первоначальные затраты. Даже если речь не идет о полной ликвидации материально-технической базы, ее перепрофилирование и рекламные акции по раскручиванию (иногда используется термин «разогревание») нового бизнеса требуют существенных дополнительных затрат. Существен и фактор времени. Для описания операционного риска используется такая характеристика, как операционный леведридж (см.: [Ковалев, 2006 (а)]).

Финансовый риск (Financial Risk) – это риск, обусловленный структурой источников средств. В данном случае речь идет уже не о рисковости вложения капитала в те или иные активы, а о рисковости политики в отношении целесообразности привлечения тех или иных источников финансирования деятельности компании. Дело в том, что в подавляющем большинстве случаев источники финансирования не бесплатны, причем величина платы варьирует как по видам источни-

ков, так и в отношении конкретного источника, рассматриваемого в динамике и (или) обремененного дополнительными условиями и обстоятельствами. Кроме того, обязательства по отношению к поставщику капитала, принимаемые предприятием в случае привлечения того или иного источника финансирования, различны. В частности, если обязательства перед внешними инвесторами не будут исполняться в соответствии с договором, то в отношении предприятия вполне может быть инициирована процедура банкротства с неминуемыми в этом случае потерями для собственников. Суть финансового риска и его значимость, таким образом, определяются структурой долгосрочных источников финансирования; чем выше доля заемного капитала, тем выше уровень обсуждаемого риска. Для описания этого риска используется такая характеристика, как финансовый левэридж (см.: [Ковалев, 2006 (а)]).

Бизнес-риск (Business Risk) представляет собой одну из неоднозначных в определении характеристик. Можно выделить два основных подхода. Согласно первому из них бизнес-риск – это риск, определяющий чувствительность денежного потока фирмы в связи с колебанием агрегированного денежного потока экономики в целом (см.: [Ross, Westerfield, p. 199]). Его основными факторами являются отраслевые особенности организации материально-технической (т. е. ресурсной) базы и финансирования деятельности фирмы, неопределенность в объемах продаж, производственных и коммерческих расходах. Иными словами, этот вид риска аккумулирует и обобщает операционный и финансовый риски, кроме того, включает две дополнительные рисковые компоненты, обусловленные соответственно внутрифирменными особенностями производства продукции (рисковость выбираемой технологии и производственных затрат, ею предусматриваемых) и неопределенностью рынка сбыта реализации произведенной продукции. В рамках этого подхода считается, что рисковость ведения бизнеса наиболее наглядно проявляется в вариабельности котировок его ценных бумаг, а потому для характеристики бизнес-риска фирмы может использоваться ее β -коэффициент (см.: [Ross, Westerfield, p. 199]).

Сторонники второго подхода (кстати, весьма распространенного) трактуют бизнес-риск в более узком смысле – как синоним понятия «операционный риск» (или производственный риск) (см.: [Van Horne, Wachowicz, p. 139; Gitman, p. 131; Бригхем, Гапенски, т. 1, с. 359]). В частности, Л. Гитман под бизнес-риском понимает риск непокрытия фирмой своих операционных расходов и рассматривает его в тесной связи с производственным левэрижем. Бригхем и Гапенски определяют бизнес-риск как неопределенность, неизбежную при прогнозировании рентабельности активов фирмы (т. е. состав и структура имущества фирмы влияют на величину этого риска).

В рамках этого же подхода существует и несколько отличающаяся, но близкая трактовка, согласно которой бизнес-риск – это риск, который несут акционеры фирмы в случае, если она финансируется лишь за счет собственного капитала (т. е. без привлечения заемного капитала) (см.: [Ross, Westerfield, Jaffe, p. G3]). В этом случае объединение бизнес-риска (т. е. операционного риска) и финансового риска называют *общим риском деятельности фирмы* (Total Firm Risk) (см.: [Van Horne, Wachowicz, p. 491]). Если находиться в рамках концепции, предусматривающей обособление трех видов лeverиджа (производственного, финансового и производственно-финансового), то в определенном смысле характеристикой бизнес-риска (или общего риска деятельности фирмы, в терминологии Ван Хорна и Ваховича) может служить уровень производственно-финансового лeverиджа, оцениваемый как эластичность изменения чистой прибыли от изменения выручки от продаж (подробнее см.: [Ковалев, 2006 (а), гл. 14]). Бриггем и Гапенски предлагают оценивать бизнес-риск (производственный риск) через показатель вариации коэффициента «рентабельность активов» (Return on Assets, ROA) или коэффициента «рентабельность инвестированного капитала (Return on Invested Capital, ROI).

Риск снижения покупательной способности денежной единицы (Purchasing Power Risk) присущ предпринимательской деятельности в целом, а смысл его заключается в том, что инфляция может приводить к снижению деловой активности (безусловно, темп снижения варьирует по отраслям), прибыли, рентабельности, эрозии капитала. Учет влияния этого типа риска достигается с помощью техники дисконтирования путем расчета возможного темпа инфляции и корректировки на этот темп прогнозируемых денежных потоков и основанных на них показателей доходности и рентабельности.

Процентный риск (Interest Power Risk, Money Risk) представляет собой риск потерь в результате изменения процентных ставок. Этот вид риска приходится учитывать как инвесторам, так и хозяйствующим субъектам. Так, держатели облигаций могут нести потери, если на рынке складывается тенденция снижения в среднем процентных ставок по аналогичным финансовым инструментам. Для предприятий риск снижения процентных ставок проявляется в разных аспектах, причем негативное влияние могут оказывать как повышательные, так и понижающие тенденции в динамике процентных ставок. Так, если предприятие эмитировало облигационный заем с относительно высокой процентной ставкой, а в последующем в силу тех или иных причин процентные ставки по долгосрочным финансовым инструментам начали устойчиво снижаться, то эмитент несет очевидные убытки. С другой стороны, повышение процентных ставок (например, по краткосрочным кредитам) приводит к дополнительным финансовым расходам, связан-

ным с необходимостью поддержания требуемого уровня оборотных средств. Таким образом, риск изменения процентных ставок должен учитываться: (а) в долгосрочном и краткосрочном аспектах, (б) с дифференциацией по видам активов, обязательств, инструментов.

Систематический, или рыночный, риск (Systematic Risk, Market Risk) характерен для всех ценных бумаг данного класса, который не может быть элиминирован с помощью диверсификации.

Специфический, или несистематический, риск (Specific Risk) имеет узкую трактовку и закреплен за операциями с финансовыми активами. Специфическим называется риск ценной бумаги, который не связан с изменениями в рыночном портфеле и потому может быть элиминирован путем комбинирования данной бумаги с другими ценными бумагами в хорошо диверсифицированном портфеле.

Проектный риск (Project Risk) – это риск, связанный с осуществлением некоторого инвестиционного проекта. Любое предприятие вынуждено в той или иной степени заниматься инвестиционной деятельностью. Причин тому множество: необходимость и целесообразность диверсификации хозяйственной деятельности, желание выхода на новые рынки товаров и услуг, желание участвовать в освоении новой ниши (территориальной или продуктовой) на глобальном рынке товаров и услуг и т. п. Как правило, инвестиционная деятельность реализуется путем разработки и внедрения некоторого инвестиционного проекта. Любой более или менее масштабный проект требует соответствующего финансирования и чаще всего не обходится без долгового финансирования, когда предприятие в дополнение к собственным источникам (эмиссии акций, прибыли) привлекает заемный капитал путем эмиссии облигационного займа или получения долгосрочного кредита. Поскольку заемный капитал бесплатен, расходы по его обслуживанию и погашению, т. е. текущие процентные платежи и периодические выплаты в погашение основной суммы долга, носят регулярный характер и потому должны иметь постоянный источник. В общем случае таковым источником является прибыль предприятия. Если предприятие предполагает рассчитывать с внешними инвесторами лишь за счет прибыли, генерируемой именно данным проектом, то в этом случае как раз и возникает проектный риск, который может трактоваться как вероятность недостаточности прибыли по проекту для расчетов с инвесторами. (В широком смысле речь идет как о внешних инвесторах, так и о собственниках предприятия, поскольку если доходов, генерируемых проектом, достаточно лишь для обслуживания внешней долгосрочной задолженности, то такой проект вряд ли устроит собственников предприятия.) С позиции лендеров, т. е. поставщиков заемного капитала, проектный риск, рассматриваемый как риск невозврата вложенного капитала, при некоторых ситуациях может перерасти

в страновой риск. Это имеет место в том случае, если гарантом по проекту выступило правительство.

Валютный риск (Exchange Rate Risk) – это риск, связанный с изменением обменных курсов валют. Любой субъект, владеющий финансовым активом или обязательством, выраженными в иностранной валюте, сталкивается с валютным риском, под которым понимается вероятность потерь в результате изменения валютного (обменного) курса. В зависимости от ситуации последствия изменения валютных курсов могут быть исключительно значимыми. Так, в результате августовского кризиса в России, когда в течение непродолжительного времени курс доллара к рублю повысился в 4 раза, многие предприятия оказались не в состоянии рассчитаться со своими западными кредиторами и инвесторами. Для того чтобы элиминировать влияние валютного риска, используют разные способы. Так, Всемирный банк (the World Bank) занимает деньги в национальных валютах, однако выдает кредиты своим клиентам номинируя их, как правило, в долларах США, т. е. в стабильно устойчивой валюте.

Для компаний одним из наиболее доступных способов краткосрочного страхования от валютного риска является приобретение форвардных контрактов на валюту. Смысл его заключается в том, что субъект, которому необходимо погасить валютный кредит, например, через 3 мес., может приобрести 3-месячный форвардный контракт на покупку требуемой валюты по оговоренному курсу. Тем самым риск потерь от возможного снижения обменного курса может быть существенно уменьшен. (Заметим, что в финансовых операциях, как правило, речь идет не о полном устранении риска, а лишь о контроле за ним, подразумеваемом в том числе снижении возможных потерь.)

Трансляционный риск (Translation Risk) связан с потерями при пересчете статей баланса в национальную валюту. С этим риском сталкиваются прежде всего компании, имеющие дочерние компании за рубежом. Согласно международным стандартам бухгалтерского учета, равно как и по российскому бухгалтерскому законодательству, материнская компания обязана составить консолидированную бухгалтерскую отчетность, в которую по специальным алгоритмам постатейно включаются все данные отчетности дочерней компании. Поскольку отчетность материнской компании, а также групповая (т. е. консолидированная) отчетность составляются в национальной валюте, а исходная отчетность дочерней компании – в валюте страны, в которой она зарегистрирована и действует, процедура консолидации предваряется трансляцией отчетности «дочки», т. е. пересчетом отчетных статей в национальную валюту.

Ключевыми при пересчете статей отчетности являются два вопроса: какой (или какие) курс валют использовать для пересчета? и следует ли проводить различие между отдельными группами объектов учета в процессе трансляции? Логика формулирования именно этих двух

вопросов очевидна. Дело в том, что отчетность охватывает данные за определенный период, в течение которого курсы валют, как правило, меняются, причем оценка отдельных видов активов и обязательств может быть по-разному интерпретирована в связи с этими изменениями.

Существуют три основных метода пересчета: метод текущего валютного курса (Closing Rate Method), метод отдельного пересчета монетарных и немонетарных объектов (Monetary/Non-monetary Method) и метод отдельного пересчета краткосрочных и долгосрочных объектов (Current/Non-current Method). В первом методе доминирует текущий курс, или курс закрытия, т. е. при пересчете используется валютный курс на момент составления отчетности; в двух других методах сочетаются текущий и исторические валютные курсы.

Согласно первому методу все активы и обязательства пересчитываются по курсу обмена валют на дату составления консолидированной отчетности; доходы, затраты и прибыли за отчетный период пересчитываются либо также по текущему курсу, либо по курсу, среднему за отчетный период. Таким образом, в основу этого метода заложена предпосылка о том, что источниками доходов (потерь) от изменения курсов являются все активы и обязательства предприятия.

В основе второго метода лежит подразделение активов и обязательств на монетарные и немонетарные и предпосылка о том, что только монетарные объекты являются источниками доходов (потерь) от изменения курсов. Монетарные активы (денежные средства, рыночные ценные бумаги и дебиторская задолженность) и монетарные обязательства (кредиторская задолженность и долгосрочные заемные средства) пересчитываются по текущему обменному курсу, а немонетарные активы – по историческим курсам, т. е. по тем курсам, которые были в момент приобретения конкретных активов. Статьи отчета о прибылях и убытках пересчитываются по среднему за отчетный период курсу; исключение – себестоимость продукции и амортизация долгосрочных активов, которые пересчитываются по историческим курсам. Благодаря такому подходу немонетарные активы представлены в консолидированной отчетности по себестоимости, т. е. согласно принципу исторических цен, который доминирует в большинстве стран.

В основе третьего метода лежит подразделение активов и обязательств на краткосрочные и долгосрочные и предпосылка о том, что только монетарные объекты являются источниками доходов (потерь) от изменения курсов¹. К долгосрочным относятся активы, используе-

¹ Напомним, что монетарными (Monetary Assets) называются активы, имеющие фиксированную денежную ценность, не зависящую от изменения цен и способную меняться лишь в результате индексации. Немонетарные активы (Nonmonetary Assets) можно определить как активы, не являющиеся монетарными.

мые в производственном процессе более года и потому амортизируемые в течение полезного срока использования. Активы, не являющиеся долгосрочными, называются краткосрочными (или текущими). К долгосрочным относятся обязательства, которые будут погашены предприятием не ранее чем через 12 мес.; все другие обязательства называются краткосрочными. Третий метод предполагает пересчет краткосрочных объектов, а также статей отчета о прибылях и убытках по текущему курсу, а долгосрочных объектов – по историческим курсам.

Независимо от того, какой метод пересчета применяется, в результате всегда образуются доходы (потери) от пересчета. Представьте себе, что за истекший год курс доллара к рублю повысился с 25 до 30 руб. за доллар. Если пересчитываемые активы дочерней компании (исходная отчетность составлена в долларах) равны 1000 долл., то повышение курса на 5 руб. приводит к увеличению валюты баланса на 5000 руб. Это и есть доход от изменения валютного курса. Можно ли считать его фактическим доходом? Вряд ли, поскольку в следующем отчетном периоде курс доллара может снизиться и появятся потери от изменения курса.

Риск подобных доходов (потерь) тем выше, чем более нестабильна экономика в одной из двух стран (или в обеих), валютные курсы между которыми принимаются во внимание при трансляции отчетности. Данный риск должен приниматься во внимание, поскольку при определенных обстоятельствах вложения в капитал дочерней или ассоциированной компании могут обесцениться и привести к критическим последствиям, в частности к потере контроля над этой компанией.

Трансакционный риск (Transaction Risk) представляет собой операционный риск, т. е. риск потерь, связанных с конкретной операцией. Поскольку безрисковых операций в бизнесе практически не существует, этот риск, вероятно, самый распространенный. Полностью элиминировать его невозможно. Например, поставщик может нарушить ритмичность поставки, дебитор – задержать оплату счета, приобретенный с расчетом на капитализированную доходность финансовый актив может обесцениться в связи с финансовыми трудностями эмитента. Страхуются от этого риска разными способами, в зависимости от вида операции. Например, при выдаче кредита можно оговорить его обеспечение, поставку товаров можно делать на условиях предоплаты или оплаты за наличный расчет, операции с финансовыми активами сопровождать хеджированием и диверсификацией.

Актuariальный риск (Actuarial Risk) – это риск, покрываемый страховой организацией в обмен на уплату премии. *Актuariальными* называются расчеты в страховании, понимаемом как система мероприятий по созданию денежного (страхового) фонда за счет взносов его участников, из средств которого возмещается ущерб, причиненный стихийными бедствиями и несчастными случаями, а также выплачиваются иные

суммы в связи с наступлением определенных событий. Страхование во многих случаях является добровольной процедурой, хотя некоторые операции (в частности, в банковской сфере) подлежат обязательному страхованию. В случае если страхование имеет место, как раз и возникает актуарный риск как часть общего риска, перекладываемый на страховую организацию.

Все рассмотренные выше виды риска в той или иной степени актуальны для действующего предприятия, причем понятно, что в зависимости от специфики его деятельности, роль того или иного вида риска может быть относительно большей или меньшей. Так, если фирма имеет филиалы (представительства, дочерние компании) в странах с неустойчивыми политическими и экономическими условиями, то для ее собственников и топ-менеджеров учет политического и странового рисков становится исключительно важным. Если речь идет о финансовой компании, для нее существенными являются риски, связанные с финансовыми рынками. Вместе с тем можно говорить о рисках, которые являются инвариантными по отношению к особенностям ведения бизнеса и которые имманентно присущи любой фирме. Речь идет о **производственном риске** и **финансовом риске**. Подоплека этого очевидна.

Дело в том, что наилучшей финансовой моделью хозяйствующего субъекта является его баланс. Как известно, в балансе отражены две стороны деятельности фирмы: инвестиционная (представлена активом баланса) и финансовая (представлена пассивом баланса). Выбор сферы приложения капитала, т. е. формирование материально-технической базы фирмы, предполагает связывание капитала на долгие годы. Надо не просчитаться с выбором направлений инвестирования; при этом очевидно, что любой выбор рисков по определению и ожидаемой доходности (отдачи на вложенный капитал) можно и не достичь. Точно так же и с финансовым риском: любая фирма не ограничивается капиталом собственников, но привлекает (в том числе на долгосрочной основе) капитал сторонних инвесторов. Подобная стратегия приводит к формированию определенной структуры источников финансирования, поддержание которой требует немалых регулярных затрат. Если текущие доходы недостаточны, эти затраты становятся непосильным бременем для фирмы, что может привести к лавинообразному нарастанию финансовых затруднений, а в конечном итоге к банкротству.

Итак, в контексте функционирования рынков (заметим: рисков по определению) существование производственного и финансового рисков предопределено самой природой фирмы как субъекта рыночных отношений. Иными словами, эти два вида рисков неизбежно присутствуют и имеют наглядное отражение в финансовой модели фирмы (соответственно в активе и пассиве баланса), а потому принятие их во внимание (хотя бы на неформализованном уровне) обязательно должно быть. В дальнейшем мы увидим, что обе упомянутые категории находят свое

отражение в специфических характеристиках фирмы, называемых соответственно операционным леввериджем и финансовым леввериджем.

Независимо от вида риска он оценивается, как правило, в терминах вероятности. Что касается ожидаемых исходов в ситуации риска, то они чаще всего описываются в виде некоторых приобретений или потерь, причем их стоимостное выражение, естественно, не является единственно возможным.

Оценка риска в отношении некоторого явления обычно делается путем обработки и систематизации либо данных, получаемых в результате проведения эксперимента, либо исторических данных. Эксперимент, в частности, на основе случайной выборки может проводиться в том случае, если имеет место повторяемость явления (например, оценка вероятности появления бракованной детали на конвейере). В экономике целенаправленную повторяемость изучаемого явления организовать практически невозможно, поэтому чаще всего накапливают статистические данные и их подвергают обработке на предмет оценки частоты появления (или не появления) некоторого события. В обоих случаях полученные оценки экстраполируют (т. е. распространяют) на будущее.

В области финансов правомерность подобных экстраполяций весьма сомнительна из-за множества факторов, действие которых заранее оценить сложно. Именно поэтому решениям финансового характера, вероятно, в большей степени присуща неопределенность, нежели риск.

С другой стороны, в финансах рисковость той или иной операции или актива нередко все же может быть оценена, правда не количественно, а качественно, т. е. в рамках ординалистских отношений¹. Так, инвестор может предпочесть акции фирмы *AA* акциям фирмы *BB*, основываясь, например, на таких дополнительных, неформализуемых критериях, как сфера бизнеса, перспективы, связанные со сменой руководства, репутация фирмы, ее обязательность в отношениях с контрагентами, гибкость в заключении контрактов.

¹ Напомним, что суждения о некотором явлении можно делать с помощью системы формализованных и неформализованных критериев. В данном случае под *формализованными* понимаются критерии исчислимые, т. е. поддающиеся количественной оценке; под *неформализованными* – критерии неисчислимые. Эти критерии используются для характеристики соответственно кардиналистских и ординалистских отношений. *Кардиналистскими* называются отношения упорядоченности, основанные на количественных оценках; *ординалистскими* – на предпочтениях (неколичественных). Примерами ориентации на неформализованные критерии может служить утверждение типа «фирма *AA* работает более эффективно, так как использует новые технологии». При использовании формализованных критериев чаще всего задается какой-то показатель, на основании значений которого принимается суждение. Например, «компания *AA* работает более эффективно по сравнению с компанией *BB*, так как рентабельность собственного капитала в ней выше и составляет в среднем 16% против 12% у компании *BB*».

Как уже отмечалось, безрисковых операций в бизнесе практически не бывает. Поэтому становятся актуальными умение оценить риск и выбор способов противодействия риску, т. е. выбор стратегии и тактики поведения в отношении потенциально рискованных операций.

7.3. Методы оценки риска

Приведенными в предыдущем разделе видами риска не исчерпывается их многообразие. Более того, несмотря на обилие научной литературы, практических руководств и даже регулятивов (можно, в частности, упомянуть о нормативных документах Банка России), тема риска является, вероятно, одной из самых запутанных в отношении соответствующей терминологии, интерпретации того или иного вида риска, порядка его оценки и др. В литературе можно видеть не только терминологический разнобой и логически не упорядоченную совокупность разных видов риска, но и множество их классификаций, обособляемых, как правило, бессистемно, без каких-либо объяснений, а составляемых исключительно в соответствии с пристрастиями автора. Однако основная проблема касается измеримости риска. Дело в том, что несложно идентифицировать рисковую ситуацию, пояснить ее специфичность и, естественно, обособить новый (или относительно новый) вид риска. Гораздо сложнее дать методику его оценки. В данном разделе мы рассмотрим общие подходы к измерению риска.

Любая финансовая операция может быть охарактеризована с позиции дохода и (или) доходности, на которые может рассчитывать лицо, инициировавшее эту операцию. Риск, связанный с операцией, означает вероятность неполучения желаемых или ожидаемых значений целевых показателей. Хотя отклонение фактических значений от ожидаемых может быть любым по знаку, в контексте рисковости речь идет именно о недостижении желаемых результатов, т. е. о ситуации, когда фактическое значение дохода (доходности) окажется ниже желаемого значения.

Теоретически можно оценивать вероятность недостижения целевого значения, однако очевидно, что факторы, влияющие на значение целевого показателя, действуют как в положительном, т. е. благоприятном, так и в отрицательном, т. е. неблагоприятном, направлениях. В этих условиях задача оценки легко формализуется следующим образом.

Имеется целевое значение некоторого показателя; требуется дать характеристику отклонения возможных фактических значений от этой цели. Из курса статистики известно, что подобную характеристику можно получить с помощью показателей вариации, количественно описывающих изменчивость оцениваемого признака.

Таким образом, в приложении к финансовым операциям речь идет об оценке вариабельности ожидаемого дохода (доходности), а в качестве критериев оценки можно использовать такие статистические коэффициенты, как размах вариации, дисперсия, среднее квадратическое отклонение (называемое иногда стандартным) и коэффициент вариации. Дадим краткую характеристику этим показателям, имея в виду, что в случае необходимости читатель может найти более подробную информацию по этому вопросу в любом учебнике по статистике.

Рассмотрим ряд статистических величин (это могут быть как абсолютные, так и относительные величины) $x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$.

Размахом вариации называется разность между максимальным и минимальным значениями признака данного ряда.

$$R = x_{\max} - x_{\min}. \quad (7.1)$$

Этот показатель имеет много недостатков; выделим без комментариев лишь три из них. Во-первых, он дает весьма грубую оценку степени вариации значений признака. Во-вторых, он является абсолютным показателем и потому его применение в сравнительном анализе весьма ограничено. В-третьих, его величина слишком зависит от крайних значений ранжированного ряда. (Представьте себе совокупность магазинов, подавляющее большинство которых имеет площадь торгового зала 300–400 м², и лишь один магазин имеет площадь 10 тыс. м². Очевидно, характеристика совокупности в плане вариации признака «торговая площадь» существенно меняется в зависимости от того, принимается во внимание крупный магазин или он исключается из общей совокупности как некое аномальное явление.)

Дисперсия является средним квадратом отклонений значений признака от его средней и рассчитывается по формуле

$$\text{Var} = \sigma^2 = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n (x_j - \bar{x})^2, \quad \bar{x} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n x_j. \quad (7.2)$$

Среднее квадратическое отклонение показывает среднее отклонение значений варьирующего признака относительно центра распределения (в данном случае средней арифметической). Этот показатель, называемый иногда стандартным отклонением, рассчитывается по формуле

$$\sigma = \sqrt{\text{Var}}. \quad (7.3)$$

Все вышеприведенные показатели обладают одним общим недостатком – это абсолютные показатели, значения которых существенно зависят от абсолютных значений исходного признака ряда. Поэтому

в экономической статистике большее применение имеет *коэффициент вариации*, рассчитываемый по формуле

$$CV = \frac{\sigma}{x} 100\%. \quad (7.4)$$

7.4. Основные способы противодействия риску

Существует четыре основных варианта поведения в потенциально рискованных ситуациях: (1) игнорирование самого факта возможности риска (Risk Ignorance), (2) избегание риска (Risk Avoidance), (3) хеджирование риска (Hedging), (4) передача риска (Risk Transfer).

Игнорирование риска означает, что лицо, принимающее решение (ЛПР), не предпринимает каких-либо действий в отношении возможного риска. Подобное поведение возможно в одной из следующих ситуаций.

Первая ситуация имеет место в том случае, когда ЛПР не осознает (не хочет осознавать или профессионально не может осознать) рисковости операции. В качестве примера упомянем о вовлечении профессионально не подготовленных лиц в разного рода финансовые аферы. Вспомним финансовые пирамиды; многие их участники соблазняются возможностью легкой наживы, обещанной устроителями пирамиды, и не задумываются о печальных последствиях.

Вторая ситуация имеет место в том случае, когда ЛПР, даже сознавая рисковость операции, не имеет возможности противодействовать риску. Примером может служить ситуация в России накануне банковского кризиса 1998 г., когда государственные органы по сути обязывали коммерческие банки покупать ГКО.

Третья ситуация складывается в том случае, если ЛПР умышленно игнорирует риск. В частности, по мере расширения той же финансовой пирамиды всегда появляются склонные к риску инвесторы, которые прекрасно сознают возможность потерь, но надеются, что они успеют выйти из пирамиды до ее краха.

Избегание риска. Подобной стратегии придерживаются лица, не склонные к риску. Например, предприятие не продлевает договор с контрагентом, в отношении которого появились сомнения в его платежеспособности, когда предприятие предпочитает получать кредит в той валюте, в которой оно осуществляет свои основные экспортные операции.

Хеджирование риска. Дословно этот термин означает ограждение риска и представляет собой систему мер, с помощью которых негативные последствия риска могут быть уменьшены. Хеджирование особенно активно используется на финансовых рынках. С этой целью разра-

ботаны различные финансовые инструменты: опционы, фьючерсы, форварды и др.

Идея хеджирования активно реализуется практически в любом предприятии, независимо от того, имеет ли оно отношение к финансовым рынкам. В частности, по сути хеджерскими являются операции по созданию фондов и резервов. Так, в условиях инфляции необходимо делать резервы на пополнение оборотных средств. Не вся прибыль, рассчитанная по итогам года, может трактоваться как прибыль, доступная к распределению среди собственников. Часть ее надо зарезервировать на покрытие расходов, связанных с повышением цен на сырье и материалы. Та же логика характерна для операций по формированию резервного капитала (фонда), резервов по сомнительным долгам, на «забычивость» покупателей, на обесценение ценных бумаг и др.

Передача риска означает, что ЛПР не желает нести риск и готов на определенных условиях передать его другому лицу. Наиболее ярким примером передачи риска является страхование. В широком смысле страхование представляет собой совокупность операций, снижающих риск возможных потерь от какого-то действия или бездействия. В узком смысле термин «страхование» чаще всего закрепляется за комплексом страховых операций между страхователем и страховщиком.

Материалы для самостоятельной работы

Дайте определение следующим ключевым понятиям: определенность, риск, неопределенность, конфликт, суверенный риск, политический риск, операционный риск, финансовый риск, бизнес-риск, риск снижения покупательной способности денежной единицы, процентный риск, систематический риск, специфический риск, проектный риск, валютный риск, трансляционный риск, транзакционный риск, актуарный риск, ординалистские отношения, кардиналистские отношения, игнорирование риска, избегание риска, хеджирование риска, передача риска.

Вопросы для обсуждения

1. Охарактеризуйте отдельные виды риска.
2. Какими основными характеристиками описывается рисковая ситуация?
3. Какие подходы к измерению риска вы знаете?
4. Чем различаются между собой ситуации в условиях определенности, риска, неопределенности и конфликта?
5. Насколько правомерно высказывание о том, что «в экономике не бывает безрисковых ситуаций»? Приведите примеры.
6. В чем преимущества и недостатки отдельных методов оценки риска? Какой из мер риска вы отдаете предпочтение и почему?
7. В каких единицах измеряется риск?

8. Какие способы противодействия риску вы знаете? Какой из них вам представляется более предпочтительным и почему?
9. Приведите примеры операций хеджирования.
10. Компания взяла в банке долгосрочный кредит. В соответствии с теорией подобная операция приводит к росту финансового риска, олицетворяемого с данной компанией. Какой смысл имеет данное утверждение? Можно ли измерить риск в этом случае? Какая мера риска может быть использована?
11. По литературным источникам сделайте обзор всевозможных видов риска, идентифицируемых различными авторами. Предлагаются ли авторами способы оценки того или иного риска? Все ли риски поддаются измерению? Насколько оправданно и уместно идентифицировать риск и не предлагать способа его количественной оценки?
12. Сделайте обзор показателей количественной оценки риска. В какой степени эти показатели применимы на практике?

Глава 8

УЧЕТ И ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ: КАТЕГОРИИ, ОЦЕНКИ

После изучения этой главы вы сможете получить представление:

- о роли учета в управлении финансами фирмы, о его достоинствах и недостатках с позиции различных заинтересованных лиц;
- видах учета;
- соотношении управленческого и финансового учета;
- видах стоимостных оценок;
- справедливой стоимости;
- гудвилле, его особенностях и алгоритмах оценки.

8.1. Бухгалтерский учет в системе управления фирмой

Как показано в гл. 2, учет является необходимым элементом любой системы управления. Очевидно, что по мере усложнения бизнеса и наращивания его объемов уже не обойтись простыми схемами учета. В этом случае как раз и возникает необходимость, во-первых, его обособления в самостоятельную общую функцию управления и, во-вторых, его определенной унификации. Происходит переход от хаотичных доморощенных систем учета к жестко структурированной формализованной системе бухгалтерского учета, которая на практике дополняется внутрифирменными жестко неструктурированными системами оперативного учета. Финансовая и учетная компоненты в системе управления исключительно близки по многим причинам: с одной стороны, подавляющее большинство критически важных решений для бизнеса оформляются в терминах финансов; с другой стороны, бухгалтерский учет в фирме ведется в стоимостных оценках, а информационная база, накапливаемая в системе учета, служит информационной основой для принятия многих решений финансового характера.

Тот или иной уровень понимания основ бухгалтерского учета присущ любому участнику бизнес-отношений, однако именно финансовый менеджер наиболее близок к бухгалтеру. Не преувеличивая, можно утверждать, что без надлежащего уровня знаний в отношении учета невозможно стать хорошим специалистом в области управления финансами фирмы. Причина проста: именно бухгалтерский учет дает неформальное представление о движении денежных потоков в фирме, являющихся, как известно, основным объектом внимания финансового менеджера. Кроме того, в мире нет единообразия в системах и моде-

лях учета, а потому правила составления отчетности имеют страновую специфику. Между тем крупные компании, как правило, имеют международные бизнес-контакты, а потому финансовый менеджер может сталкиваться с отчетностью фирм, представляющих разные страны. Именно поэтому он должен ясно представлять себе структуру учета, его подвиды, международную специфику, основную бухгалтерскую процедуру и др.

Несмотря на сформулированную близость учета и финансов, отношения между менеджерами (в том числе финансовыми менеджерами) и поставщиками капитала (инвесторами), с одной стороны, и бухгалтерами, с другой стороны, традиционно развиваются весьма непросто. Рассмотрим эту проблему более подробно.

Заметим прежде всего, что происходящий в нашей стране в последние 10–15 лет процесс трансформации директивной экономики в экономику рыночного типа кардинально меняет существовавший в течение многих десятилетий и ставший традиционным для нескольких поколений отечественных экономистов и управленцев взгляд на место, роль и функции бухгалтерского учета в системе управления хозяйствующим субъектом. Проблема соотношения учета и управления имеет давнюю историю, а периодические высказывания в отношении ущербности классического бухгалтерского учета как средства управления фирмой стали уже трафаретными. В последнее десятилетие, в связи с настойчивым внедрением в российский учет англо-американской модели, предусматривающей обособление финансового и управленческого учета, подобная критика, с одной стороны, многократно усилилась, а с другой стороны, можно видеть довольно неожиданные ее проявления. На первый взгляд (и это прокламируется представителями англо-американской бухгалтерской школы), в связи с обособлением управленческого учета учету вообще (имеется в виду прежде всего учет бухгалтерский, в известном смысле классический) придается новое звучание. Подчеркивается не только и не столько важность его контрольной функции, сколько необходимость и, в известном смысле, его безальтернативность для процесса управления фирмой, эффективностью ее деятельности, рациональностью инвестиций и др. Вместе с тем по мере адаптации англо-американского подхода представителями других бухгалтерских школ появляются и иные интерпретации, в чем-то даже противоречащие оригинальному варианту.

В целом можно видеть, что классический учет подвергается давлению и попыткам ревизии с позиции инвесторов и с позиции менеджеров. В наиболее акцентированном виде интересы первых выражают представители так называемых финансовых кругов, т. е. участники финансовых (прежде всего фондовых) рынков. Их доводы озвучивались неоднократно и, в основном, сводятся к следующему: *оценки по*

себестоимости, используемые, как правило, при составлении отчетности, не позволяют использовать ее как полноценное средство коммуникации.

Значимость декларирования этого тезиса существенна еще и потому, что влияние представителей финансовых кругов на процесс модернизации классического бухгалтерского учета в последние десятилетия постоянно усиливается, и эта тенденция по сути становится необратимой. Ее подоплека очевидна: существенные операции с капиталом (инвестирование и финансирование) осуществляются именно на рынках капитала. Поскольку публичная финансовая отчетность может быть использована и активно используется в качестве источника информации на фондовых рынках, бухгалтеры вынуждены учитывать мнение участников рынков в отношении отчетности. Фактически это происходит под давлением топ-менеджеров и инвесторов. Не случайно в составе Совета по международным стандартам финансовой отчетности (International Accounting Standards Board, IASB), ответственного за разработку стандартов, представлены в равной степени как собственно бухгалтеры, так и финансисты¹. Одна из наиболее дискуссионных идей, активно лоббируемых в настоящее время представителями финансовых кругов в IASB (а их позиции там весьма сильны) – возможность и целесообразность составления публичной отчетности с использованием оценок по справедливой стоимости вместо оценок по себестоимости (т. е. по историческим ценам).

Критика учета менеджерами имеет гораздо более длительную историю. В принципе, именно она и привела в свое время к обособлению управленческого учета в современном его понимании. В нашей стране эта критика в чем-то приобрела гротескные формы; в частности, автору книги приходилось встречаться с такими радикальными и, естественно, совершенно не аргументированными воззрениями, как трактовка бухгалтерского учета в качестве одного из разделов управленческого учета. Как и любые неспонтанные идеи, упомянутые критические высказывания не лишены основания, однако категоричная и, если можно так выразиться, экстремистская их направленность, сводящаяся к тезису о том, что *классический бухгалтерский учет устарел, а нужен учет управленческий*, вряд ли оправданна.

К сожалению, представители бухгалтерской профессии нередко играют пассивную роль в упомянутых дискуссиях о роли учета, а потому, справедливости ради, заметим, что лепту в формирование мнения, например, о сугубо вспомогательной роли бухгалтерского учета в системе управления внесли его представители, зачастую молчаливо соглашавшиеся с констатацией утверждения о том, что учет лишь ин-

¹ См. разд. 9.6.

формационно подпитывает процесс управления. Этим не замедлили воспользоваться экономисты-управленцы, которые всегда мечтали видеть бухгалтеров в роли своеобразных подносчиков снарядов (информационных), а уж рулить-то этими снарядами, конечно же, доступно лишь грамотным (не чета бухгалтерам!) менеджерам. И этот вариант имел место в практической экономике, особенно в связи с развитием управленческого учета и компьютерной техники. По указанию менеджеров их начали напитывать большими объемами информации, однако вскоре выяснилась любопытная деталь: погрязнув в информационном потоке, менеджеры, как правило, начинают попросту игнорировать его. Иными словами, жизнь все расставляет по своим местам. Для того чтобы процесс управления был действительно оптимальным и эффективным, надо не только фактически обладать информационным сырьем, но понимать его, уметь извлекать из него информацию. И здесь уже не обойтись без бухгалтеров либо сам менеджер должен иметь серьезную бухгалтерскую подготовку. В принципе, любой из этих двух вариантов осуществим: в первом случае бухгалтерия становится основой, а ее представитель, т. е. бухгалтер, пополняет свой профессиональный багаж необходимыми знаниями, сведениями и навыками в области финансов, аналитики и управления; во втором – управленец (финансист, экономист) осознанно принимает трудное решение в отношении неформального постижения бухгалтерской процедуры. Опыт показывает, что в силу обстоятельств, в том числе психологического характера, сложившемуся управленцу настроиться на постижение бухгалтерского учета (подчеркнем: неформально!) весьма сложно.

При обсуждении в гл. 2 типового управленческого цикла было показано (рис. 2.1), что учет корреспондирует с контролем, точнее, он встроен в него, является элементом системы управленческого контроля. Однако содействие в осуществлении контрольной функции не является единственным назначением системы учета, организуемой и функционирующей в хозяйствующем субъекте. Дело в том, что подавляющее большинство неспонтанных управленческих решений не могут быть приняты без надлежащего информационно-аналитического обеспечения. Это аксиома. Любая социально-экономическая система (в том числе фирма) буквально переполнена различными сведениями и данными, более или менее формализованными, имеющими разные источники формирования, частоту, систематизированность или хаотичность поступления и др. Исторический опыт формирования информационных систем свидетельствует о том, что наиболее выживаемой и адаптирующейся к фактическим условиям и новым запросам динамично меняющейся бизнес-среды и типовой системы управления фирмой является система бухгалтерского учета.

История учета насчитывает многие столетия¹, а потому не удивительно, что за прошедшее время эта область экономики изменилась кардинальным образом. Приведем некоторые аспекты традиционно обсуждаемой проблематики в контексте понимания ее роли в системе управления фирмой. Заметим прежде всего, что постоянно идет дискуссия о том, что есть бухгалтерский учет – наука (science) или искусство, мастерство (art)². В конце XIX в. известный русский бухгалтер Е. Е. Сиверс (1852–1917) предложил разграничить практическое и научное измерения в учете. В его терминологии, бухгалтерский учет как наука представлен счетоведением, как практическая работа – счетоводством [Сиверс]. Эта идея поддерживалась и другими российскими учеными. Так, Н. А. Блатов писал: «Бухгалтерия – экономическая наука, изучающая методы рационального учета статики и динамики отдельного хозяйства. Как и во всякой науке прикладного характера, в бухгалтерии различают часть теоретическую и часть практическую: первая носит название счетоведения, вторая – счетоводства; понятие же «бухгалтерия» охватывает собою и то, и другое: и счетоведение, и счетоводство» [Блатов, 1931, с. 18].

Бухгалтерский учет как наука (счетоведение). В формулировании сущности учета как специфического вида научной деятельности человека можно выделить два фундаментальных подхода: процедурно-методический и процедурно-целевой.

Процурно-методический подход в самом элементарном, неформализованном и несистематизированном виде проявился уже в ранних работах итальянских бухгалтеров, в частности, его суть представлена в книге Луки Пачоли, который под бухгалтерией понимал «ведение ... дел в должном порядке и как следует» [Пачоли, с. 24]³. Квинтэссенци-

¹ Эволюция бухгалтерского учета подробно представлена в работах Я. В. Соколова (см.: [Соколов, 1996]); краткий очерк по истории учета см.: [Ковалев, 2004].

² Небухгалтеры (как практики, так и многие представители научных кругов) почему-то чаще всего смотрят на учет свысока и предпочитают трактовать его в исключительно приземленном аспекте, полагая, что учет представляет собой лишь некую технологическую процедуру, стандартную, повторяющуюся, сугубо рутинную. Именно этот взгляд настойчиво пропагандируется ими, а потому с попытками вытолкнуть классический бухгалтерский учет за пределы областей человеческой деятельности, представляющих интерес в плане научных исследований, бухгалтеры сталкиваются постоянно. С обзором и анализом конфликтов и дискуссий в отношении бухгалтерского учета в научном и прикладном аспектах, а также с позицией автора по данному вопросу более подробно можно ознакомиться по другим работам, в частности его публикациям в журналах «Бухгалтерский учет» и «Вестник Санкт-Петербургского университета (серия «Экономика»», опубликованным в последние годы.

³ Лука Пачоли (Luca Pacioli, 1445–1517) – францисканский монах, впервые опубликовавший в 1494 г. книгу с описанием основ двойной бухгалтерии. Считается «отцом» современной бухгалтерии, в основу которой заложен принцип двойной записи,

ей данного подхода является совокупность теоретических построений основ учета, известных как *нормативная теория бухгалтерского учета*. В рамках этой теории, формируемой исходя из интересов собственно профессии, предписывается, что и как следует отражать в учете и отчетности, систематизируются методы и процедуры, которым должен¹ следовать бухгалтер и благодаря которым можно будет сформировать отчетность, достоверно отражающую реальное² положение дел в фирме. Считается, что фундаментальные основы нормативной теории учета были заложены в начале XX в. И. Шером³ (Johann F. Schar, 1846–1924) и Г. Никлишем (Heinrich Nicklisch, 1876–1946).

Процедурно-целевой подход начал развиваться позднее – с конца XIX в., когда специалисты акцентировали внимание на том обстоятельстве, что учет нужен не ради собственно учетной процедуры, а прежде всего для того, чтобы удовлетворить запросы лиц, каким-ли-

т. е. отражение любой хозяйственной операции по двум счетам – как правило, дебету одного и кредиту другого. Хотя зарождение системы двойного учета связывают с именем Пачоли, историки единодушны в том, что он не был ее изобретателем, а лишь дал весьма удачное систематизированное ее представление, т. е. сделал обобщение практики учета, получившей в дальнейшем известность как венецианская школа бухгалтерского учета. Что касается реальных истоков двойной записи, то ее создателями в принципе могли быть итальянцы, индийцы, арабы, испанцы, евреи. Тем не менее приоритет итальянцев все же признается большинством ученых; в частности, известный историк бухгалтерского учета Б. Ямей (Basil Selig Yamey, род. 1919) полагает, что двойная бухгалтерия зародилась одновременно и независимо в нескольких крупных торговых центрах Италии в XIII–XIV вв. (см.: [The History of Accounting, p. 218]). Систематизацию научных исследований по двойной бухгалтерии можно найти в работе [Малюга, Давидюк].

¹ Слово «должен» не следует понимать буквально; фактически оно может трактоваться двояко: либо как рекомендация (на самом деле вынужденно-обязательная, поскольку, во-первых, она одобрена профессиональным сообществом и, во-вторых, ее игнорирование будет отражено в общедоступном аудиторском заключении со всеми вытекающими последствиями), либо как предписание. Первый вариант имеет место, например, в англо-американской бухгалтерской практике, второй использовался в советской системе учета. В последние годы в международной практике регулирования учета стремятся к большей определенности. Так, в числе последних изменений в международных стандартах финансовой отчетности – замена вежливого глагола *should* на более определенный *shall*; если первый предполагает возможность, желательность, мягкую рекомендательность, то второй – строгую необходимость.

² На самом деле слово «реальность» в приложении к отчетным данным весьма не очевидно, а его интерпретация зависит от множества условий, включая определение критериев, по которым принимается суждение о реальности и достоверности (см. раздел, посвященный справедливой стоимости).

³ Заметим, что И. Шер оказал огромное влияние на становление анализа в СССР. Именно его работы по балансоведению и калькулированию себестоимости продукции постоянно цитировались советскими учеными в 20–30-е гг. XX в. Весомая роль и других немецких ученых – П. Герстнера (Paul Gerstner) и Ф. Ляйтнера (Friedrich Leitner) (см.: [Герстнер; Ляйтнер]).

бо образом заинтересованных в деятельности данного субъекта хозяйствования. Это и привело к необходимости переосмысления сущности теории учета, ее назначения и содержательного наполнения. Возникло новое направление в построении теоретических основ учета, известное как *позитивистская теория бухгалтерского учета*. В отличие от нормативной теории, суть которой в предписательности, т. е. в обобщении методов и процедур, позволяющих сформировать желаемую отчетность (ключевые вопросы: что должно быть сделано для формирования данной отчетности?), позитивистская теория делает акцент на объяснение и предсказание (ключевой вопрос – где и почему мы находимся и что нас ожидает в области бухгалтерской практики?)¹. Влияние позитивистов отчетливо проявляется в последних международных стандартах бухгалтерского учета и отчетности, изобилующих терминами «ценность», «рыночная стоимость», «справедливая стоимость», «риск», «активный рынок» и др.

По сравнению с нормативной позитивистская теория, во-первых, более гибка в объяснении взаимосвязи бухгалтерской науки (счетоведения), бухгалтерской практики (счетоводства) и экономической среды; во-вторых, не предполагает замкнутости бухгалтерской профессии, так как исключительно важную роль начинает играть фактор внешней экономической среды, развитие которого бухгалтерская наука должна предвидеть и учитывать в своем развитии.

Новые тенденции в развитии теории бухгалтерского учета имеют важное значение как для совершенствования собственно учета (в плане его методологии, техники и технологии), так и для усиления его роли в различных управленческих процессах (прежде всего в процессах, связанных с принятием решений инвестиционного характера и приобретением прав контроля и (или) собственности). В частности, внедрение в той или иной степени в классический учет рыночных категорий и методов (рыночная стоимость, справедливая стоимость, учет фактора времени с помощью процедур наращения и дисконтирования и др.) позволяет при необходимости формировать такую информационную картину, которая становится полезной для инвесторов. Благодаря этому классический учет преодолевает внутрисистемную и (или) внутрифирменную замкнутость (учет ради учета или, в лучшем случае, учет для внутрифирменного контроля) и пытается стать полезным для более широкого круга потенциальных пользователей.

Бухгалтерский учет как практическая деятельность (счетоводство). Именно этот аспект понимания бухгалтерского учета представляет первостепенный интерес для финансового менеджера. Учет в дан-

¹ См.: [Watts, Zimmerman].

ном случае можно трактовать как искусство записи, классифицирования и обобщения фактов хозяйственной жизни, поддающихся стоимостной оценке, и их представления заинтересованным лицам¹. В отношении конкретного предприятия эти лица поддаются определенной типизации. Можно выделить три ключевые группы лиц: инвесторы², государство, менеджеры³. Каждая из этих групп имеет свой интерес в деятельности фирмы и в той или иной степени принимает участие в деже совокупного дохода, генерируемого ею по итогам отчетного периода. Обособленные группы имеют неодинаковые возможности с позиции доступа к внутри- и внефирменной информационным базам; кроме того, различаются как своими интересами в отношении фирмы, так и возможностями влияния на процесс формирования информационных баз, факторного наполнения и алгоритма расчета того или иного финансового результата, принципы распределения совокупного дохода фирмы. В немалой степени указанными обстоятельствами объясняется появление хотя и взаимосвязанных, но все же различающихся друг от друга систем учета, ориентированных соответственно на представителей обособленных выше трех групп (рис. 8.1).

Под *налоговым учетом* (Accounting for Taxation) можно понимать систему обобщения информации для определения баз налогообложения по налогам на основе данных первичных документов, сгруппированных в соответствии с установленным порядком. В России порядок налогообложения регулируется Налоговым кодексом РФ (ст. 313–333); именно в ст. 313 дано приведенное определение. Цель налогового учета – формирование информации о правильности исчисления и своевременности уплаты налогов. Если в регистрах бухгалтерского учета содержится недостаточно информации для определения налоговых баз, налогоплательщик вправе самостоятельно дополнять применяемые регистры дополнительными реквизитами, формируя регистры налогового учета, либо вести самостоятельные регистры налогового

¹ В содержательном смысле приведенное определение тесно корреспондирует с определением, данным в начале 1940-х гг. Комитетом по терминологии Американского института бухгалтеров (ныне это Американский институт сертифицированных публичных бухгалтеров – American Institute of Certified Public Accountants, АИСПА – ведущее негосударственное профессиональное объединение бухгалтеров и аудиторов). Последующие уточнения исходной дефиниции не затрагивали ее сути и носили косметический характер. Подробнее об АИСПА см. в работе [Ковалев, 2004, с. 286–292].

² В группу инвесторов входят собственники фирмы (например, акционеры), т. е. лица, формально имеющие возможность решать судьбу фирмы, и лендеры, т. е. поставщики капитала фирме на долгосрочной, но временной основе.

³ Более детальная классификация лиц, заинтересованных в деятельности фирмы, была рассмотрена в разд. 2.2.

учета¹. Исходная база налогового учета такая же, как и в учете финансовом (первичные документы), различие – в дополнительных аналитических разрезах и группировках. Содержание данных налогового учета является налоговой тайной.

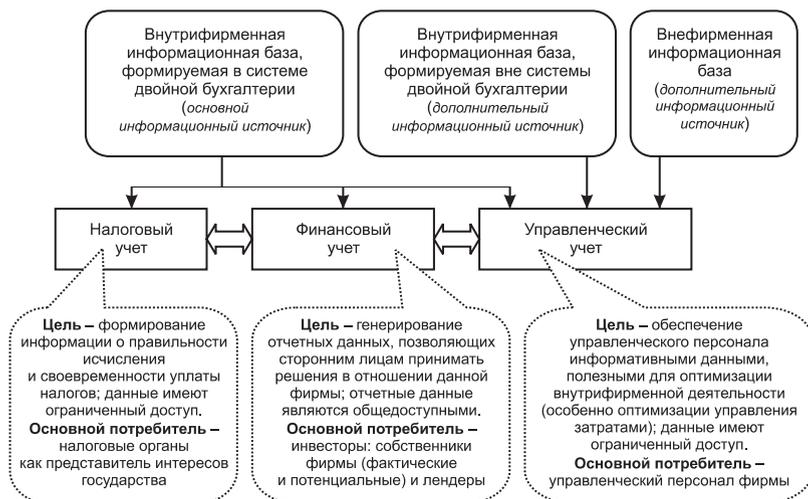


Рис. 8.1. Взаимоувязка интересов и информационных потребностей лиц, играющих ключевую роль в деятельности фирмы

Финансовый учет (Financial Accounting) – обобщенный термин, обозначающий систему ведения учета и представления ее в виде публичной отчетности, позволяющей сторонним лицам принимать решения в отношении данной фирмы. Подразумеваются решения двух типов: в первом случае речь идет о решениях инвестиционного характера (стоит ли на долгосрочной основе вкладывать в данную фирму капитал), во втором – о целесообразности и эффективности установления с данной фирмой контрагентских отношений. Поскольку собственно система учета при любом варианте ее организации не является открытой, пользователи (неважно, идет речь о работниках фирмы или сторонних лицах) могут принимать управленческие решения на основе

¹ Формализованное появление понятия «налоговый учет» в регулятиве столь высокого уровня, каковым является Налоговый кодекс РФ, поначалу было воспринято отдельными специалистами как очередной аргумент, подтверждающий ослабление позиции традиционного бухгалтерского учета в управлении фирмой. Однако попытка изолирования налогового учета ни к чему хорошему не привела, да и не могла привести. Получили лишь один результат – увеличение объема работ и штата учетно-финансовой службы фирмы. Поэтому в настоящее время ведется работа по адаптации бухгалтерской информационной базы под запросы налоговиков. Именно это позволит избежать бессмысленного дублирования функциональных действий работников учетно-финансовой службы.

неких отчетных данных, генерируемых с той или иной периодичностью данной системой. Очевидно, что сформулированные два типа решений информационно не могут быть обеспечены в полной мере одной и той же отчетностью. Причин тому несколько, а главная состоит в том, что в бухгалтерии всегда есть возможность по-разному (в плане признания, оценки и представления фактов хозяйственной жизни) отразить в отчетности имущественное и финансовое состояние хозяйствующего субъекта. При этом единства среди различных категорий сторонних лиц – пользователей в отношении приоритетности того или иного варианта наполнения отчетности и оценок, в ней используемых, нет.

Так, потенциальных инвесторов интересует реальная ценность фирмы, а потому они заинтересованы в отчетности, составляемой в оценках по справедливой стоимости. Инвесторы фактические в меньшей степени заинтересованы в норме прибыли на инвестированный ими капитал, а потому использование в отчетности оценок по себестоимости их ничуть не смущает. Кредиторы заинтересованы прежде всего в стабильности хозяйственных связей и платежеспособности фирмы, а потому базовая (редко составляемая) отчетность (обычно подразумевается годовая отчетность, которая распространяется среди заинтересованных лиц) вообще не является для них основным аргументом при принятии решений. И все же финансовый учет ориентирован прежде всего на собственников, причем обычно подразумевались собственники фактические (а потому достаточно было составления отчетности в исторических ценах, что вполне обеспечивало оценку рентабельности вложенного ими капитала). Тенденции последних лет все больше ориентируют финансовый учет на рынки капитала, т. е. на потенциальных инвесторов, что является причиной выдвигаемого ими тезиса о необходимости замены исторических цен на оценки по справедливой стоимости.

Управленческий учет (Management Accounting, Managerial Accounting) – условный термин, используемый для наименования некоторого подраздела бухгалтерского учета, имеющего целью обеспечение управленческого персонала данными, полезными для субъективной оптимизации внутрифирменной деятельности (особенно оптимизации процесса управления затратами). Подразумевается, что данные системы управленческого учета имеют ограниченный доступ. Причина появления управленческого учета¹ в желании менеджеров воспользоваться богатейшей базой бухгалтерского учета для принятия решений по повыше-

¹ Считается, что пионерами в создании системы управленческого учета (Management accounting system) в современном ее понимании выступили специалисты известной фирмы «DuPont», разработавшие и внедрившие в 1903–1915 гг. реально функционировавшую систему. Более того, по мнению Т. Джонсона и Р. Каплана, основные характеристики созданной в «DuPont» модели системы управленческого учета до настоящего времени остаются образцом для подражания (см.: [Johnson, Kaplan, p. 87]).

нию прибыльности фирмы. Поскольку прибыль – это разница между доходами и затратами, причем доходы в значительной степени определяются рынком, т. е. внефирменными факторами, становится очевидным, что именно фактор «затраты» приобретает особую значимость в любой системе внутрифирменного управления и контроля. Этим объясняется то, что изначально управленческий учет зародился как учет и управление затратами. В дальнейшем область управленческого учета была значительно расширена и, в известном смысле, потеряла строгость, определенность; к ней стали относить такие разделы, как бюджетирование, оценка инвестиционных проектов, анализ отчетности, бихевиористские (т. е. поведенческие) аспекты учета и принятия решений.

Идея определенного размежевания так называемых финансового и управленческого учета в современной их трактовке имеет вполне понятную подоплеку: это размежевание интересов собственников фирмы и ее топ-менеджеров. Первые не имеют доступа к внутрифирменной информационной базе, вторые имеют; первых в большей степени интересует стратегический аспект деятельности фирмы, вторых – оперативный; первые должны озаботиться достижением конгруэнтности целевых установок, вторых это практически не интересует.

Изначально, когда собственник и менеджер совпадали в одном лице, учет по сути своей был управленческим. С возникновением связки **{принципал, агент}** (это произошло в связи со становлением акционерной формы собственности¹, как наиболее эффективного способа организации и ведения крупного бизнеса) появилось более или менее формализованное подразделение учета на два компонента. Основная идея появления управленческого учета – максимально возможное повышение эффективности работы менеджеров фирмы, т. е. агентов собственника. Поскольку очевидно, что учет сам по себе, как его ни называй и ни структурируй, не может решить всех производственных проблем, возникла идея дополнить его внеучетными аспектами (например, управлением по центрам ответственности, трансфертным ценообразованием, расширением традиционной информационной базы, т. е. исторических учетных данных, прогнозными оценками и оперативными данными, не включаемыми в систему двойной записи). Очевидно, что в этом случае данные систематизированной двойной бухгалтерии утрачивают свою абсолютную доминанту, появляются новые измерения системы, в чем-то даже более важные, нежели собственно процедура финансового учета (например, наделение правами и полномочиями, ценообразование).

¹ Проблемы и противоречия, возникающие в этом случае между различными группами лиц, имеющих отношение к действующей фирме, рассматриваются в рамках агентской теории (Agency Theory). Общие сведения об этой теории можно почерпнуть из работ [Ковалев, Либман; Либман, 2004, 2005].

Для российской бухгалтерской науки и практики управленческий учет представляет собой относительно новое направление модернизации отечественной хозяйственной системы в соответствии с международно признанными подходами и принципами теоретического обоснования, организации и функционирования экономики. Новое направление было с энтузиазмом встречено прежде всего российскими представителями так называемого управленческого корпуса, многие из которых традиционно испытывают неприязнь к бухгалтерии и стойкое нежелание овладеть хотя бы ключевыми положениями этой области экономики. Углядев в названии нового направления родственное и безусловно понятное им слово «управленческий», они тотчас подняли волну в целом хаотичной и непоследовательной критики в адрес бухгалтерского учета, что привело к появлению абсурдных¹ по своей сути утверждений о том, что существуют два самостоятельных вида учета: финансовый (предназначен для бухгалтеров) и управленческий (предназначен для менеджеров). Этому способствовало прямолинейное, неквалифицированное восприятие американской бухгалтерской терминологии, которая действительно ввела в оборот два термина: «финансовый учет» и «управленческий учет». Однако поверхностные суждения в сложном деле вряд ли допустимы. К сожалению, определенный вклад в подобное размежевание вносят и представители бухгалтерской науки, что, кстати, имеет место не только в России, но и в странах Запада, поскольку далеко не все разделяют логику структурирования учета, предложенную американскими учеными. (В частности, можно упомянуть о немецких школах бухгалтерского учета и управления предприятием, представители которых активно разрабатывают

¹ Говоря об абсурдности, мы имеем в виду следующее. Безусловно, можно построить абсолютно автономные информационные системы, ориентированные на те или иные категории пользователей. В этом смысле потенциальная реализуемость некоей системы учета, предназначенной исключительно для менеджеров, не вызывает сомнения (все дело лишь в стоимости создания и обслуживания подобной системы). Вместе с тем классическая двойная бухгалтерия придумана и ведется не для того, чтобы бухгалтеры реализовывали свои профессиональные амбиции. Да и сами менеджеры, отчуждая создавая богатый информационно-аналитический потенциал двойной бухгалтерии, всегда испытывают желание воспользоваться им. Этому в значительной степени способствует исключительная систематизированность классического учета с позиции как временного параметра, так и множества объектов учета. А потому вполне естественно, что управленческий учет в современной его трактовке появился, если можно так выразиться, как следствие классического бухгалтерского учета, т. е. он формировался не параллельно с бухгалтерским учетом, но строился на его базе. Иными словами, финансовый и управленческий учет в современной их трактовке исключительно взаимосвязаны, т. е. ни о какой их взаимной изолированности говорить не приходится. Кстати, именно в таком ключе интерпретируются разные виды учета инициаторами обособления – представителями англо-американской бухгалтерской школы.

направление, известное как «контроллинг» и в определенной степени корреспондирующее с англо-американским управленческим учетом.)

В России разброд и шатания в области теории учета подкреплялись еще и национальной бухгалтерской спецификой. Так, чистые бухгалтеры (имеются в виду представители как науки, так и практики) с настороженностью восприняли непонятное и чуждое им «разбавление» строгой методологии, технологии и техники учета нечеткими, зачастую не формализуемыми управленческими и финансово-аналитическими аспектами. Зато новое направление было с определенным энтузиазмом воспринято бывшими советскими аналитиками, которые со своим устаревшим аналитическим аппаратом все более неуютно чувствовали себя в рыночной экономике. Управленческий учет давал им некоторую возможность вновь заявить о себе, показать свою полезность и необходимость. Именно этим объясняется, в частности, появление ряда оригинальных отечественных работ по управленческому учету, представляющих собой по сути некую модификацию известно-го в советское время анализа хозяйственной деятельности.

В последние годы ситуация постепенно меняется, воздействие англо-американской бухгалтерской школы проявляется все более отчетливо, к работе над структурированием и содержательным наполнением управленческого учета подключаются бухгалтеры-теоретики. Однако вряд ли можно говорить о достижении полного единодушия в понимании как сути нового направления, так и его нужности и целесообразности. Более того, некоторые ученые-бухгалтеры открыто заявляют о надуманности этого направления, его бесполезности и ненужности.

Некоторыми отечественными специалистами небухгалтерского профиля (имеются в виду прежде всего менеджеры и экономисты) нередко муссируется идея недвусмысленного противопоставления управленческого и финансового учета с фактическим если не отрицанием, то резким принижением последнего в системе механизмов управления фирмой. Эта непродуктивная по своей сути идея базируется на непонимании сущности каждого учета. Хотя определенная специфика в этих видах учета безусловно имеется, а выдвигаемые «размежевателями» аргументы могут быть более или менее значимыми, все же, строго говоря, подобное противопоставление представляется искусственным. Дело в том, что какой бы учет ни имелся в виду, речь по сути ведется о базовой триаде (FC), имеющей определенное функциональное назначение.

$$FC = \{DB, CA, OI\},$$

где DB – информационная база;

CA – совокупность принципов и алгоритмов обработки данных;

OI – совокупность результатных данных.

В случае *финансового учета* в отношении соответствующей триады FC_{fa} имеем: (а) ориентацию этой триады на управление фирмой как самостоятельной единицей в контексте окружающей экономической среды, а следовательно, ориентацию выходной информации на любых пользователей, включая внешних (по отношению к субъекту); (б) внутрисистемную замкнутость информационной базы; (в) принципиальную общедоступность основного продукта финансового учета – отчетности (годовой); (г) обязательность соответствия нормативным актам и (или) общепринятым принципам в области учета, а следовательно, возможность унификации алгоритмов и выходных данных; (д) регулярность в соответствии с требованиями закона.

В случае *управленческого учета* (в традиционном его понимании как подсистемы бухгалтерского учета) в отношении соответствующей триады FC_{ma} имеем: (а) ориентацию этой триады на внутрифирменное управление; (б) открытость информационной базы с позиции источников ее формирования; (в) диверсифицированную конфиденциальность с акцентом на закрытость циркулирующих в ней данных от внешних пользователей; (г) необязательность соответствия нормативным актам в области учета; (д) содержательное наполнение в соответствии со спецификой деятельности хозяйствующего субъекта; (е) произвольность в контексте временного фактора; (ж) приоритет своевременности перед точностью.

Обсуждая роль учета или отдельных его подсистем в управлении, вероятно, следует иметь в виду следующее обстоятельство. Участие в принятии решений оперативного характера не является основным назначением бухгалтерского учета, однако он незаменим в решении задач тактического и стратегического характера. Суть оперативного аспекта рутинной, повседневной производственно-финансовой деятельности в осуществлении прибыльной работы, одним из решающих факторов которой является эффективное использование ресурсного потенциала фирмы. Отсюда следует логичный вывод о том, что с позиции текущего управления фирмой, правильнее говорить не об управленческом учете, а например, о системе управления затратами, в которой учетный аспект лишь один из нескольких. Дело в том, что обособление некоторых данных из бухгалтерской информационной базы и дополнение полученной информационной совокупности оперативными сведениями с целью повышения эффективности внутрифирменных затрат, сделанное совместно бухгалтерами и менеджерами на ранних этапах становления управленческого учета, в современных условиях уже не может рассматриваться как действие достаточное и эффективное. Поскольку задача оптимизации затрат не может быть решена лишь силами и возможностями учетно-информационной системы, совокупность процедур, данных и методов, используемых в так

называемом управленческом учете, не ограничивается рамками бухгалтерии. А потому понятие «управленческий учет» уже устарело и по сути трансформировалось в некую систему управления затратами, в которую входят определенная часть бухгалтерской информационной базы, методы по ее реклассификации, перегруппировке, обобщению, дополнению оперативными данными и обработке, а также мероприятия организационно-управленческого характера.

В принципе, возможно более расширительное толкование управленческого учета, например, как системы мер по оптимизации имущественного потенциала фирмы (т. е. левой стороны баланса) и его эффективному использованию. В контексте работ представителей западных бухгалтерских школ возможны другие интерпретации. В частности, в работах ведущих западных специалистов в области управленческого учета К. Друри, Р. Каплана, М. Хирша, Ч. Хорнгрена можно видеть, что в сферу этой деятельности включаются такие экзотические для собственно учета области, как психологические аспекты управления, планирование, бюджетирование, управление инвестициями. Иными словами, понятие «управленческий учет» становится все более размытым, а собственно учетные аспекты в нем уходят на второй план. В этой связи вновь уместно вспомнить о монографии Джонсона и Каплана с символическим названием «Потеря релевантности: взлет и падение управленческого учета», основную мысль которой авторы выразили тезисом *«системы управленческого учета в западных компаниях более не обеспечивают релевантной информацией процессы контроля и принятия управленческих решений»* [Johnson, Kaplan, p. XII]. Именно эта работа дала толчок пересмотру содержательного наполнения обсуждаемого направления. По словам Джонсона и Каплана, задача создания современной системы управленческого учета слишком важна, чтобы оставлять ее на откуп бухгалтерам (см.: [Johnson, Kaplan, p. 262]).

Возможно, эта идея известных американских бухгалтеров, понятая превратно, и была одной из причин размежевания разделов классического бухгалтерского учета с намерением построить некий «учет для менеджеров». Подобные попытки имеют волнообразный характер (можно, например, вспомнить о периодическом возникновении в СССР интереса к оперативному учету), особенно активизировались они в последние годы.

Несмотря на периодически декларируемые лозунги типа «наряду с бухгалтерским учетом нужен грамотно налаженный управленческий учет», на практике учетно-информационный аспект не становится (да и не может стать!) единственно важным. Иными словами, управленческий учет (в традиционном его понимании как подсистемы учета) сам по себе ни в коем случае не может рассматриваться как палочка-выру-

чалочка от всех бед, имеющих в своей основе высокую издержкочность продукции.

Так, при реорганизации системы управления затратами на ОАО «Пензтяжпромарматура» было заявлено о внедрении системы управленческого учета, однако была реализована целая система мер, включая и обособление новых учетных разрезов. В этой системе не менее важное значение имели следующие действия: (1) выделение в самостоятельные торговые дома отделов закупок и сбыта (т. е. наведение порядка в области покупки сырья и сбыта собственной продукции); (2) выявление и отказ от выпуска невостребованной рынком продукции; (3) резкое сокращение рабочей силы (за 2 года на 20%); (4) перевод вспомогательных служб на самокупаемость, что позволило снизить их издержки в 2–2,5 раза; (5) введение специальных программ повышения качества, стимулирующих инициативу работников, и др.¹ Все мероприятия были проделаны в комплексе, что позволило получить ощутимый финансовый результат. Строго говоря, именно внеучетные элементы проводимых мероприятий играют не только важную, но и решающую роль в кардинальной реорганизации системы управления затратами.

Отсюда следует вывод: акцентирование внимания на термине «учет» в известном смысле затеняет суть дела, поскольку в этом подходе речь идет не только и не столько о собственно учете (бухгалтерском, финансовом, управленческом), сколько о комплексе взаимосвязанных управленческих решений, включая учетно-аналитический аспект. Не случайно в англо-американской практике наряду со стандартным подходом к структурированию учета на финансовый и управленческий, описанным в соответствующих монографиях, учебниках и руководствах (уместно заметить, что именно учебные пособия по управленческому учету в содержательном плане весьма разнородны), существует отдельное направление, известное как «Системы управленческого контроля», в котором рассматриваются приложения различных видов учета в управленческом процессе (см.: [Anthony, Dearden, Bedford]).

Приведенный пример (ОАО «Пензтяжпромарматура») наглядно свидетельствует о том, что прежде чем оправдывать неэффективную работу отсутствием управленческого учета и жизненной необходимостью его внедрения, надо по крайней мере определиться с терминологией и сущностным наполнением тех или иных понятий, систем, действий. Еще раз повторим очевидный тезис: учет сам по себе, как его ни называй и ни структурируй, не может решить всех текущих производственных и финансовых проблем, возникающих перед фирмой. Более того, он не предназначен для этого. Обвинения бухгалтерского учета

¹ Эксперт. 2003. 2 июня. № 20.

в его малополезности для текущего управления – образно говоря, не по адресу. Прямолинейное понимание англо-американского подхода как указание на размежевание управленческого и финансового учета не допустимо. Этот подход ни в коем случае не следует трактовать как признание того, что классическая двойная бухгалтерия, с позиции менеджеров и инвесторов, в современных условиях становится ненужной и малополезной и должна быть если не отринута полностью (абсолютная доминанта управленческого учета), то, как минимум, заменена на комбинацию **{финансовый учет – управленческий учет}**.

Представляется, что проблема в значительной степени имеет психологическую подоплеку. В современной экономике деятельность любой крупной фирмы в стратегическом аспекте находится, как уже упоминалось, под существенным влиянием двух субъектов – управленческого корпуса и инвесторов (собственников и лендеров). Каждый субъект пытается делать суждения в отношении учета лишь со своих позиций и, естественно, находит множество причин быть недовольным как собственно учетом, так и производимым им продуктом. Однако классический бухгалтерский учет может быть исключительно полезным для обоих субъектов, хотя проявления этой полезности весьма различны.

Определенное противостояние между бухгалтерами и небухгалтерами (это прежде всего менеджеры и инвесторы как представители фондового рынка) сохранится, вероятно, еще на долгие годы. Представляется, что решение возникающих проблем лежит в нахождении компромисса между сторонами и взаимном уважении исполняемых ими функций. Шаги навстречу друг другу должны делать и бухгалтеры, и менеджеры, и инвесторы. Следует помнить очевидное обстоятельство: двойная бухгалтерия насчитывает уже более 500 лет, но более эффективная информационная система так и не была придумана. Классический учет имеет множество недостатков, но это факт объективный, поскольку законченные в развитии, совершенные системы не существуют в принципе, а потому надо не подвергать учет необоснованной критике, не отвергать его как некую устаревшую систему, а модернизировать с учетом пожеланий и требований заинтересованных сторон. Как показывает эволюция систем учета и управления, возможность для этого всегда существует.

Роль учета для финансового менеджера. Как упоминалось выше, управление представляет собой синтез науки и искусства, так как фактор субъективности играет весьма существенную роль при принятии управленческих решений, в том числе решений финансового характера. Именно поэтому финансовый менеджмент имеет очевидную практическую направленность и служит своеобразным мостиком между теоретическими построениями в отношении рынка капитала, систем,

процессов и общих принципов управления и их практической реализацией. Эта сторона финансового менеджмента задается его тесной связью с бухгалтерским учетом с позиции как информационного обеспечения деятельности финансового менеджера, так и совпадения объекта деятельности представителей этих двух направлений, каковыми являются финансовые потоки и операции с ними, приводящие к изменению в активах и обязательствах предприятия.

Во многих небольших компаниях финансовая служба может вообще отсутствовать; в этом случае функции финансового менеджера, как правило, выполняет бухгалтер. Не случайно в структуре университетских и профессиональных программ подготовки бухгалтеров и финансистов дисциплины «бухгалтерский учет» и «финансовый менеджмент» рассматриваются как взаимодополняющие.

Блок дисциплин, объединяемых термином «финансы», весьма тесно связан с бухгалтерским учетом. Во-первых, бухгалтерский учет имеет обширную и достоверную информационную базу, наиболее приспособленную для финансового анализа и менеджмента. Во-вторых, любые бизнес-контакты начинаются с взаимного представления публичной бухгалтерской (финансовой) отчетности. В-третьих, для участия в листинге на любой бирже необходимо предоставить финансовую отчетность, составленную с учетом определенных требований. Именно поэтому невозможно стать грамотным финансистом без знания концептуальных основ бухгалтерского учета, его логики и техники.

Тесная взаимосвязь финансов и бухгалтерского учета проявляется в стремительно нарастающей значимости процессов стандартизации и гармонизации учета. В этой связи финансовый менеджер обязан владеть международными стандартами бухгалтерского учета и финансовой отчетности. Не следует полагать, что эти стандарты ориентированы лишь на бухгалтеров. Это финансовый документ, в котором даются определения и финансово-экономическая интерпретация таких понятий, как инфляция, гиперинфляция, стоимость, финансовый актив, финансовое обязательство, финансовый инструмент, доходы, расходы, гудвилл. Кроме того, знание стандартов необходимо для экономистов, имеющих отношение к международным финансовым рынкам, поскольку следование стандартам и их понимание является обязательным при выходе на международные рынки.

8.2. Стоимостные оценки в системах учета и финансового менеджмента

Методы управления финансами (особенно формализованные) возможны к применению лишь в том случае, если соответствующие опе-

рации сопровождаются надлежащими оценками. Оценки задаются разными способами: приводятся в документах, сопровождающих хозяйственную операцию; определяются лицом, имеющим определенное отношение к операции; задаются из некоторых внешних источников и т. д. Существенную роль в оценке играет бухгалтер, поскольку многие оценки формируются именно в бухгалтерии. Кроме того, практически во всех системах учета бухгалтеру предоставлена определенная свобода действий в выборе методов оценки и учета. Благодаря этому появляются возможности манипулирования оценками, в результате могут существенно варьировать многие ключевые характеристики финансового положения фирмы и значения декларируемых ею финансовых результатов. Российская практика становления бизнеса в 90-х гг. XX в. изобилует весьма показательными ситуациями в отношении роли оценок; в их числе создание фирм, основу уставного капитала которых составляли нематериальные активы в виде интеллектуальных и деловых качеств их учредителей¹, оценивавшихся без какого-либо формального обоснования; использование балансовых оценок в ходе приватизации, когда инвестиции в активы буквально год-два спустя окупались многократно одной лишь годовой прибылью приватизированного объекта, и др. Очевидно, что, манипулируя оценками, можно, например, либо преуменьшить имущественный потенциал фирмы, либо неоправданно его завесить, можно показать убыток, а можно продемонстрировать прибыль; все зависит от целевого предназначения проводимой операции по оценке или переоценке. Приведем общие сведения об оценках, фигурирующих в учете, анализе и управлении финансами.

Оценка – это некоторая характеристика объекта (события), позволяющая выделять его из совокупности других объектов (событий) или упорядочивать их; процесс присвоения упомянутой характеристики.

Как характеристики объектов (событий), оценки подразделяются на формализованные (количественные) и неформализованные (качественные). Первые используются для реализации кардиналистских отношений упорядоченности, т. е. отношений, основанных на сопос-

¹ Согласно ст. 1042 ГК РФ при создании простого товарищества (его сторонами могут выступать только индивидуальные предприниматели и (или) коммерческие организации) отдельным вкладом могут быть признаны профессиональные и иные знания, навыки и умения, а также деловая репутация и деловые связи. В ст. 4 ПБУ 14/2000 «Учет нематериальных активов», распространяемого на коммерческие организации, отмечается, что деловая репутация организации относится к нематериальным активам, т. е. может присутствовать в балансе. Что касается интеллектуальных и деловых качеств персонала организации, их квалификации и способности к труду, то они не включаются в нематериальные активы, поскольку неотделимы от своих носителей и не могут быть использованы без них.

тавлении количественных оценок; вторые – для реализации ординалистских отношений упорядоченности, т. е. отношений, основанных на предпочтениях. Формирование количественной оценки заключается в присвоении численного значения объекту (событию) по определенным правилам и включает три элемента: объект (событие); подлежащее количественной оценке свойство (качество, признак и др.); шкалу измерения или совокупность единиц, в которых будет выражена оценка.

Оценка имеет целью отграничение оцениваемого объекта от других и представляет собой способ приписывания этому объекту некоторой характеристики или собственно эту характеристику. Поскольку в бухгалтерии имеется множество причин, влияющих на выбор того или иного способа или приема оценивания, и, в частности, осуществляется много всевозможных расчетов, в том числе оценочного характера, оценка не является внутренне присущей объекту характеристикой; она субъективна, условна и может существенно варьировать в зависимости:

- от множественности возможных подходов к оцениванию конкретного объекта (например, оценка остаточной стоимости объекта основных средств зависит от того, какой метод амортизации – линейный, прогрессивный или дегрессивный – выбран);
- принятого алгоритма расчета в рамках конкретного подхода к оценке (например, в ПБУ 6/01 «Учет основных средств» продемонстрировано, что ускоренную, или дегрессивную, амортизацию можно считать разными методами, при этом меняется оценка актива, финансовый результат и др.);
- множественности сторон объекта, потенциально доступных для количественного оценивания (например, дебиторскую задолженность можно характеризовать с позиции либо формальной ее оценки, т. е. в сумме, предусмотренной договором или фактической сделкой, либо с учетом риска непогашения части дебиторской задолженности, т. е. за вычетом резерва по сомнительным долгам);
- поставленной цели (например, для оценки затрат, связанных с приобретением объекта основных средств, можно воспользоваться первоначальной стоимостью, а для оценки возможного вклада в генерирование будущих доходов – дисконтированной стоимостью; в зависимости от того, какая цель поставлена – минимизация оттока денежных средств в связи с уплатой налога на прибыль или максимизация отчетной прибыли – могут использоваться, например, разные методы оценки запасов);
- предпочтений пользователей, для которых готовятся количественные оценки (например, фактические собственники фирмы,

как правило, не возражают против использования в отчетности оценок по себестоимости; для собственников потенциальных, напротив, более предпочтительны оценки рыночные или справедливые);

- принятой учетной политики (например, в зависимости от установленной в фирме границы стоимостной оценки, разделяющей основные средства от оборотных, меняется оценка некоторых активов и, соответственно, финансовых результатов);
- способа появления оцениваемого актива в фирме (например, основные средства, приобретенные за плату, могут оцениваться в сумме понесенных затрат, внесенные в качестве взноса в уставный капитал – в согласованной учредителями фирмы оценке, безвозмездно полученные – в рыночной оценке, полученные в обмен – по стоимости передаваемого имущества).

Оценка одних и тех же активов, фактически одинаковых по своим потребительским качествам в данный момент времени, в балансах разных фирм может быть представлена по-разному, как и в пределах одной фирмы (например, покупка одинакового актива разными подразделениями фирмы у различных поставщиков; возможное различие в оценке двух одинаковых активов, один из которых был приобретен на рынке, а другой внесен в качестве вклада в уставный капитал). Таким образом, очень многие активы потенциально имеют разные оценки, которые (или одна из которых) могут быть продемонстрированы в публичной отчетности.

Так, основные средства в учете могут характеризоваться такими стоимостными оценками, как первоначальная, восстановительная, остаточная, ликвидационная, текущая рыночная, справедливая, дисконтированная, условная (*pro memoria* – для памяти; например, произведения искусства в системе учета в музее могут числиться в условной оценке 1 руб. Для контраста вспомним, что отдельные картины В. Ван Гога, П. Пикассо, П. Рубенса на недавно проходивших аукционах продавались за десятки миллионов долларов¹), условно-согласительная (например, оценка собственниками некоторого актива, внесенного одним из них в качестве взноса в уставный капитал) стоимости, цена возможной реализации и др.

Существуют различные классификации оценок (см.: [Соколов В.]), к наиболее распространенным в практической бухгалтерии относится их подразделение на индивидуальные и агрегатные, стоимостные и в натуральных измерителях, исторические и калькуляционные.

¹ Так, картина П. Пикассо «Мальчик с трубкой» была продана на аукционе «Sotheby's» за 107 млн долл.

Индивидуальные и агрегатные оценки. Индивидуальная оценка относится к характеристике единичного объекта (например, цена 1 т мазута), агрегатная характеризует совокупность некоторых объектов (например, объем минимальной партии поставки сырья). Любопытно, что в экономике сумма индивидуальных оценок совокупности объектов не обязательно равна их агрегатной оценке. Так, при закупке значительной партии сырья или при заключении долгосрочного контракта можно получить скидку с цены.

Оценки стоимостные и в натуральных измерителях. Номенклатура объектов учета в любом предприятии может насчитывать тысячи единиц. Естественно, что эти объекты измеряются в различных единицах, однако в систему двойной записи они попадают лишь в стоимостной оценке. Тем не менее в аналитическом учете могут использоваться и натуральные единицы измерения.

Исторические и калькуляционные оценки. Исторические оценки заимствуются из ранее проведенных измерений. Исторической считается та оценка, которая имела место на момент введения соответствующего объекта в систему двойной записи. Как правило, она берется из первичного документа, сопровождающего хозяйственную операцию. Калькуляционные оценки формируются как результат нового измерения, а особую значимость они имеют для расчета плановой или фактической себестоимости произведенной продукции. В связи с развитием операций с финансовыми активами исключительно важное значение получает одна из разновидностей калькуляционной оценки – оценка по справедливой стоимости как противопоставление оценке по себестоимости (или историческим ценам). Более того, ориентация на расширение применения оценок по справедливой стоимости декларируется в международных стандартах финансовой отчетности как одно из важных направлений развития учета и отчетности.

Примеры и виды оценочных характеристик. Ниже приводятся наиболее существенные для финансового менеджера виды оценок (как количественных характеристик) и дается общая их характеристика. Поскольку суть операций финансового менеджера, как уже упоминалось в гл. 2, заключается в реализации комбинаций двух типовых процессов (инвестирования и финансирования), ему приходится иметь дело в основном с оценками различных видов финансовых и нефинансовых активов (например, вложений в основные средства, ценных бумаг) и отдельных характеристик активов, обязательств, операций (например, целесообразности той или иной операции, источника финансирования).

В данном разделе мы приведем лишь наиболее общие оценочные характеристики активов и операций; некоторые из них носят универсальный характер (например, понятие ликвидационной стоимости ис-

пользуется применительно к основным средствам и финансовым активам), другие специфицированы (например, понятие номинальной стоимости имеет отношение к отдельным видам финансовых активов).

Нарицательная (номинальная) стоимость (Par Value) – это стоимостная оценка финансового актива, официально закрепленная за ним условиями эмиссии. Она напечатана на бланке актива (акции или облигации) и используется чаще всего в качестве базы для начисления процентов и дивидендов. Для облигации этот показатель имеет значение только в двух случаях: в момент выпуска актива в обращение при установлении цены размещения и в моменты начисления процентов, если последние привязаны к номиналу. В период размещения облигационного займа цена облигации, как правило, совпадает с ее нарицательной стоимостью. Что касается акций, то этот показатель практически не имеет значения и несет лишь информационную нагрузку, характеризую долю уставного капитала, которая приходилась на одну акцию в момент учреждения компании.

Цена размещения, или эмиссионная цена (Offering Price) – это цена, по которой финансовый актив размещается, т. е. продается, на первичном рынке. Эта цена может отличаться как от номинальной стоимости актива при его первичном размещении, так и от его текущей рыночной цены в случае дополнительной эмиссии актива. При первичном выпуске различие в оценках объясняется тем, что чаще всего размещение эмиссионных ценных бумаг проводится через посредническую фирму (или фирмы), являющуюся профессиональным участником фондового рынка. Посредническая фирма скупает весь выпуск бумаг по согласованной цене и в дальнейшем реализует их на рынке по цене, которая определяется уже этой фирмой и, естественно, превышает номинал. Что касается дополнительной эмиссии актива, то различие в оценках может объясняться, например, желанием повысить привлекательность выпуска или необходимостью защиты прав существующих держателей данного актива.

Балансовая стоимость (Book Value) – это стоимостная оценка финансового или нефинансового актива, исчисляемая по данным баланса¹. Смысл этой оценки ярко проявляется в приложении к акциям. Дело в том, что эмиссия акций автоматически означает обеспечение этих ценных бумаг активами, отражаемыми на балансе компании-эмитента. Например, фирма выпустила 100 тыс. акций номиналом по 10 руб. каждая и разместила выпуск по номиналу. Если пренебречь со-

¹ Уместно заметить, что прилагательное «балансовая» используется в разных контекстах, причем не всегда обоснованно. Так, в советские времена одним из ключевых индикаторов была балансовая прибыль. В настоящее время учет и отчетность существенно изменены, а потому упомянутый термин имеет совершенно иное звучание (подробнее см. разд. 13.5 в работе [Ковалев, 2006(а)]).

путствующими обстоятельствами и предположить, что деньги аккумулярованы на счете, а других активов и обязательств нет, то баланс фирмы будет состоять из двух статей: в активе денежные средства в сумме 1 млн руб., в пассиве уставный капитал в той же сумме. На одну акцию приходится, естественно, 10 руб. активов. Однако с началом операций компании доля капитала, приходящаяся на одну акцию, медленно меняется. С этой точки зрения, акция может быть охарактеризована балансовой стоимостью, которая рассчитывается по балансу как отношение стоимости чистых активов (общая стоимость активов по балансу, за вычетом задолженности кредиторам) к общему числу выпущенных акций. Отсюда видно, что балансовая стоимость постоянно меняется. В случае рентабельной работы фирмы и реинвестирования прибыли эта оценка имеет тенденцию к росту. Уместно сделать и еще одно замечание. Поскольку баланс можно составить в различных оценках, при этом имеют место два основных варианта оценки: по себестоимости (или исторические оценки) и по справедливой стоимости (или рыночные оценки).

Ликвидационная стоимость (Liquidation Value) – это стоимость, по которой, как полагают, можно продать некоторый актив. Существуют две трактовки этого понятия: когда продажа осуществляется с учетом действия некоторых вынуждающих факторов и когда факторов принудительного характера нет. В западной литературе именно первый вариант рассматривается как основной при определении понятия «ликвидационная стоимость» и обычно связывается с распродажей активов в случае добровольной ликвидации части бизнеса (например, фирма решила ликвидировать одно из своих самостоятельных производств) или в случае принудительной ликвидации (например, как результат банкротства). Достаточно очевидно, что в первом варианте стоимость будет ниже, чем во втором.

Понятие ликвидационной стоимости применяется в контексте управления финансовыми активами. В частности, в момент ликвидации общества может быть рассчитана ликвидационная стоимость акции. Она покажет, какая часть стоимости активов по ценам возможной реализации, оставшаяся после расчетов с кредиторами, приходится на одну акцию. Поскольку учетные цены активов могут значительно отличаться от их рыночных цен (в зависимости от инфляции и конъюнктуры рынка), ликвидационная стоимость не равна балансовой.

Конверсионная стоимость (Conversion Value) – это стоимостная оценка конвертируемого актива (облигации или привилегированной акции), основывающаяся на текущей рыночной цене базисного актива (обычно это обыкновенная акция того же эмитента), лежащего в основе конвертации, и коэффициента конверсии. Этот расчетный стоимостный показатель имеет отношение лишь к активу, проспектом эмис-

сии которого предусмотрена возможность конвертации его при определенных условиях в обыкновенные акции фирмы-эмитента.

Выкупная цена (Call Price) – это цена, по которой выкупается финансовый актив эмитентом по истечении предусмотренного срока его жизни или до этого момента, если такая возможность предусмотрена условиями эмиссии. Эта оценка имеет отношение к погашаемым привилегированным акциям или отзывным облигациям. (Синонимы: цена досрочного погашения, отзывная цена.) Выкупная цена обычно равна сумме нарицательной стоимости актива и выкупной премии (Call Premium). Размер выкупной премии может быть переменным: например, максимальным в первый год с момента эмиссии и снижающимся в последующие годы.

В отдельных случаях выкупная цена может совпадать с нарицательной стоимостью актива (например, в случае с облигационным займом, не предполагающим досрочного его погашения). С позиции оценки поэтому разделяют два вида займов: без права и с правом досрочного погашения. В первом случае облигации погашаются по истечении периода, на который они были выпущены. Во втором случае возможно досрочное погашение, т. е. отзыв облигаций с рынка. Как правило, инициатива такого отзыва принадлежит эмитенту.

Внутренняя стоимость (Intrinsic Value) – это стоимость (ценность) финансового актива, рассчитанная путем дисконтирования по приемлемой ставке ожидаемых поступлений, генерируемых этим активом. (Синонимы: теоретическая стоимость (Theoretical Value), фундаментальная стоимость (Fundamental Value).) Иными словами, это стоимость V_b , найденная с помощью DCF-модели¹. В отношении каждого финансового актива, торгуемого на рынке, есть публично демонстрируемая текущая цена. Участник рынка, задавая параметры в DCF-модели, может рассчитать теоретическую стоимость оцениваемого актива и сравнить ее с его текущей ценой. Если, например, текущая цена ниже теоретической стоимости, то, по мнению данного участника рынка, актив недооценен и потому является выгодным объектом инвестирования. Понятие внутренней стоимости применяется в приложении к финансовым активам; более общим, универсальным понятием является так называемая справедливая стоимость.

Рыночная, или курсовая, цена (Market Price) – это цена, по которой некоторый актив продается на данном рынке. Курсовая цена зависит от таких факторов, как конъюнктура рынка, рыночная норма прибыли, величина и динамика дохода, генерируемого активом, и др. Множественность рынков может предопределять и множественность рыночных

¹ Модель дисконтированного денежного потока (Discounted Cash Flow Model, DCF-model) будет рассмотрена в разд. 10.2.

цен. Один и тот же актив на разных рынках может иметь разную рыночную цену. (Этим, в частности, предопределяется существование так называемых арбитражных операций, когда товар приобретается на одном рынке и тут же продается на другом. Разница в ценах дает возможность получить прибыль.) Среди факторов, предопределяющих подобное варьирование, основными являются наличие взаимозаменяемых аналогов торгуемых активов и удаленность рынка от места производства актива.

Понятие рыночной цены приложимо и к нефинансовым активам; в частности, ориентация на рыночные цены при составлении отчетности рассматривается как альтернатива использованию оценок по себестоимости (так называемых исторических цен). Строго говоря, понятие рыночной цены применимо исключительно к товарам активного рынка, условиям которого в полной мере отвечает лишь развитый рынок ценных бумаг, а потому в отношении цен продаваемых на нем активов можно говорить как о рыночных оценках. Применение понятия рыночной цены в отношении нефинансовых активов уже не столь очевидно, как это представляется. По крайней мере, это справедливо для России, где рынки носят анклавный характер, а цена на любой актив от рынка к рынку может значимо варьировать. Что же касается конкретных материальных активов, находящихся на балансе данной фирмы, т. е. уже эксплуатируемых ею в течение определенного времени, то здесь о рыночной цене вообще говорить вряд ли возможно, поскольку рынка именно таких активов, как правило, не существует, а суррогатом рыночной цены выступает некоторая субъективная оценка составителя баланса или оценщика. Обобщением понятия рыночной оценки является справедливая стоимость.

Цена с включенным дивидендом (Cum-dividend Price) – цена акции, купив которую акционер приобретает права на все дивиденды, включая последний объявленный, но еще не выплаченный дивиденд (до выплаты этого дивиденда обычно не менее 2 недель).

Экс-дивидендная цена (Ex-dividend Price) – цена акции, покупка по которой не дает права на получение последнего объявленного, но еще не выплаченного дивиденда. (Синоним – цена без дивиденда.) Обычно акции начинают продаваться по цене без дивиденда за 4 дня до составления списка лиц, имеющих право на получение очередного дивиденда.

Себестоимость (Cost) – стоимостная оценка расхода или оплаты ресурсов, использованных или привлеченных предприятием для производства или приобретения оцениваемого объекта. Таким образом, оценка по себестоимости означает, что активы в балансе отражаются по ценам их приобретения. Себестоимость является альтернативой справедливой стоимости.

Справедливая стоимость (Fair Value) – характеристика объекта, определяющая его сравнительную значимость в потенциальных или фактических меновых операциях в условиях полной информированности участников сделки, их неангажированности и свободы в принятии решения. Численно выражается минимальной суммой денежных средств, достаточной для приобретения актива или исполнения обязательства при совершении невынужденной сделки между хорошо осведомленными, действительно желающими совершить такую сделку, независимыми друг от друга сторонами. Существенными условиями сделки являются независимость сторон, осведомленность сторон, невынужденный характер сделки, доступность и публичность информации, на основе которой совершается сделка. Ввиду исключительной важности этой категории в учете и финансах мы рассмотрим ее более подробно в следующем разделе.

8.3. Справедливая стоимость: аргументы «за» и «против»

Понятие справедливой стоимости – одно из наиболее дискутируемых в финансовых и учетно-аналитических кругах, однако научных и учебно-методических работ, посвященных этой категории, на отечественном книжном рынке практически нет. Рассмотрим возможные подходы к объяснению ее сущности.

Понятие «справедливость» по отношению к какому-либо объекту имеет давнюю историю. Именно древнегреческому ученому Аристотелю принадлежит идея справедливой цены как квинтэссенции идеи справедливого обмена, при котором товары обмениваются в пропорциях, когда каждый получает свою долю и никто не наживается.

Основные положения теории Аристотеля о справедливом обмене таковы (см. [История экономических учений, с. 20]):

- обмен происходит, если участников сделки связывает взаимная потребность, а то, что подлежит обмену, в каком-то смысле равно и имеет общую меру;
- общей мерой при обмене является потребность, которую на практике заменяют деньги, являющиеся условной мерой, устанавливаемой не по природе, а по уговору между людьми;
- обмен справедлив, если соотношение сторон отражает соотношение их работ;
- совершая между собой обмены, люди участвуют в общей (общинной) жизни, которая без справедливых обменов невозможна.

Аристотель не сформулировал критерия, на основании которого можно было бы судить, какая пропорция обмена справедлива, а какая – нет. Поскольку в его тезисах было два ключевых понятия (*рабо-*

та, в результате которой появилось предлагаемое к обмену благо, и *потребность*, которую ожидают от получаемого при обмене блага), от которых можно было отгаликиваться в формулировании нужного критерия, в дальнейшем сформировалось два течения. Представители первого придерживались тезиса о том, что справедлив обмен, отражающий соотношение работ; отсюда выросли такие концепции цены товара, как теория издержек производства и трудовая теория стоимости. Представители второго течения опирались на тезис о потребности как общей мере при обмене; отсюда теории, выводящие цену из полезности благ.

Таким образом, в отношении любого объекта меновой операции можно использовать две оценки – себестоимость (затраты вложенного труда) и ценность (оценка ожидаемых к получению в будущем благ), рассматриваемые с позиций соответственно прошлого и будущего. Строго говоря, это утверждение условно, поскольку практика богата ситуациями, когда оба понятия относятся к будущему (например, речь идет о планируемой себестоимости).

Данный тезис может быть проиллюстрирован следующим примером. Молодой человек планирует поступить (или поступил и уже закончил) университет. Правомерны два вопроса: какова себестоимость университетского образования? какова ценность университетского образования? Отвечая на первый вопрос, пытаются понять, во что обойдется (обошлось) предпринимаемое (предпринятое) действие; в ответе на второй вопрос заключена характеристика (оценка) достоинств, которыми будет обладать субъект, проделавший (возможно гипотетически) данное действие.

В условиях приведенного примера можно говорить о том, что себестоимость первична, а ценность вторична, поэтому ключевым здесь является не градация «прошлое – будущее», а градации типа «причина – следствие», «вход – выход», «затраты – доходы», «вложение – результат».

Логика подходов к формированию денежной оценки изложена в экономической теории, а их практическая реализация оказывает непосредственное влияние на методологию бухгалтерского учета. Любая хозяйственная операция отражается в бухгалтерском учете лишь в том случае, если она имеет денежное выражение. Способ исчисления и присвоения денежной оценки конкретному объекту учета может существенно влиять на оценку экономического потенциала фирмы и достигнутые ею за отчетный период финансовые результаты. Общая характеристика потенциала и результатов представлена в отчетности, являющейся наилучшей финансовой моделью фирмы. Отчетность является собой выход, результат функционирования системы учета, осуществляемого в соответствии с рядом постулатов и принципов, декла-

рированных в бухгалтерских регулятивах. Для большинства пользователей-небухгалтеров бухгалтерский учет представляется черным ящиком, на входе которого первичные документы, а на выходе – публичная отчетность. Работая лишь с отчетностью и зачастую не понимая (или не желая понять) логики и методологии бухгалтерского учета, пользователи могут предъявлять такие требования к отчетности, выполнение которых не вполне очевидно.

Одно из наиболее дискутируемых требований – реальность оценок, представленных в отчетности. На самом деле достичь желаемой реальности практически невозможно, в частности, и потому, что невозможно обеспечить реальность оценок одновременно в обеих основных отчетных формах – балансе и отчете о прибылях и убытках¹.

В теоретическом плане идея следования себестоимости или справедливим ценам находит свое воплощение в теориях соответственно динамического и статического учетов (и соответственно, балансов). Подробное изложение этих теорий можно найти в работе [Обербринкманн].

Динамический бухгалтерский учет (Dynamic Accounting) – это система учета, в которой приоритет отдается правильности исчисления и представления в отчетности финансового результата, возможно, даже в ущерб представлению в отчетности финансового состояния хозяйствующего субъекта. Слово «правильность» в данном случае понимается следующим образом: насколько приближена оценка затрат как ключевого элемента в алгоритме исчисления конечного финансового результата к текущим рыночным ценам. Чем меньше это расхождение, тем более точна, правильна величина финансового результата с позиции текущих цен.

Поскольку по определению финансовый результат есть разница между доходами (что получено) и затратами (что вложено, потрачено), акцент в динамическом учете делается на метаморфозы капитала. Отсюда следует, что в динамическом учете акцент делается на целесообразную и оправданную идентификацию сопоставляемых доходов и расходов и исчисление прибыли. В основе такого исчисления – ориентация на себестоимость вложений, т. е. на исторические цены. Ак-

¹ Смысл утверждения заключается в следующем. В балансе представлены запасы сырья и материалов на отчетную дату. В отчете о прибылях и убытках косвенно представлены запасы, списанные на себестоимость. Если под *реальностью* понимать соответствие стоимостных оценок запасов текущим рыночным ценам, то обеспечить одновременно эту реальность в обеих отчетных формах невозможно. Как известно, в учете существуют два метода оценки запасов – ФИФО и ЛИФО (о методах см. [Ковалев В., Ковалев Вит., 2006]). Они в известном смысле противоположны друг другу; так, если применяется ЛИФО, то в отчет о прибылях и убытках проходят цены, более приближенные к текущим рыночным, а в баланс – менее приближенные.

центрирование внимания на затратах объясняется просто. Дело в том, что доходы (выручка за реализованную продукцию и услуги) в значительной степени определяются рынком, т. е. здесь возможности влияния фирмы на величину доходов ограничены. Иное дело – затраты: состав и структуру сырья и материалов, соотношение между различными компонентами себестоимости выбирает сама фирма, т. е. величина затрат в значительной степени управляема.

Финансовый результат – это отдача на вложенные средства. Отсюда следует очевидный вывод: в рамках динамического учета недопустимы переоценки, так как что вложено в приобретенные ресурсы, то и должно приниматься при исчислении конечного результата.

Зачатки идеи динамического учета (и баланса) относятся к XIV в., когда в балансах можно было видеть статьи расходов будущих периодов. В наиболее завершенном виде теория динамического баланса нашла отражение в работах немецкого бухгалтера Э. Шмаленбаха (Eugen Schmalenbach, 1873–1955), который считается «отцом» данной теории.

Статический бухгалтерский учет (Static Accounting) – это система учета, в которой приоритет отдается правильности исчисления и представления в отчетности финансового состояния хозяйствующего субъекта, возможно, даже в ущерб представлению в отчетности финансового результата. Слово «правильность» в данном случае понимается следующим образом: насколько приближено стоимостное представление отдельных элементов финансовой модели фирмы (т. е. баланса) к текущим рыночным ценам. В рамках статического учета, во-первых, метод ФИФО предпочтительнее метода ЛИФО, поскольку именно первый метод подразумевает оценку выходных запасов сырья и материалов по ценам последних закупок, т. е. по ценам, в наибольшей степени приближенным к текущим рыночным; во-вторых, более предпочтительно использование оценок по так называемой справедливой стоимости; в-третьих, допустимо и желательно использование переоценок.

По мнению Ж. Ришара (Jacques Richard, род. 1944), статический бухгалтерский учет создавался постепенно с XIII по XIX в.¹ Идея статического баланса декларировалась в основном юристами, которые полагали, что отчетность должна прежде всего давать информацию о том, способно ли предприятие расплатиться по своим обязательствам. Поскольку реальные платежные средства могут быть выявлены лишь в результате продажи активов предприятия (или по крайней мере их оценки в текущих рыночных ценах), они утверждали, что, во-первых, именно рыночные цены следует использовать как базовые при состав-

¹ В наиболее законченном виде теория статического баланса представлена в работах немецкого бухгалтера Г. Никлиша (Heinrich Nicklisch, 1876–1946).

лении отчетности и, во-вторых, окончательный результат деятельности предприятия можно исчислить лишь после фактической его ликвидации. Так как о фактической ликвидации речь идти не может, они предлагали делать фиктивную ликвидацию, т. е. по результатам инвентаризации оценивать каждый объект по ценам его возможной продажи. Таким образом, текущие рыночные цены становятся основой при составлении баланса в рамках статического учета.

Совершенно очевидно, что в этом случае в отчетность вводится элемент субъективизма. Кроме того, следует учесть, что баланс – это документ, составляемый со значительным временным лагом. Согласно ст. 47 Федерального закона «Об акционерных обществах» собрание акционеров, на котором утверждается годовая бухгалтерская отчетность, должно проводиться в установленные уставом сроки, но не ранее чем через 2 мес. и не позднее чем через 6 мес. после окончания финансового года. Поэтому значимость рыночной оценки, дающей более достоверную картину об имущественном положении фирмы, уже не является подавляюще существенной. (Заметим, что к дискуссии о том, какая оценка лучше, а какая хуже, надо подходить весьма осторожно, так как унифицированного критерия и варианта действий, вероятно, нет. Так, если в фирме исповедуют динамичную инвестиционную и реновационную политику, а экономика стабильна, то разница между текущими рыночными и историческими ценами может быть незначительной.)

Оба эти вида учета противопоставляются друг другу, тем не менее в истории бухгалтерской мысли были попытки объединить концепции статического и динамического учетов. На практике эти концепции не разделяются. Причина в том, что обеспечить чистоту той или иной концепции практически невозможно; вместе с тем безапелляционное следование одной концепции и полное отрицание другой могут привести к весьма неприятным последствиям (например, исторические цены традиционно доминируют в учете, однако следование им в условиях гиперинфляции так искажает отчетные данные, что они попросту становятся никому не нужными). Иными словами, на практике наблюдается смешение обеих трактовок, т. е. использование различных оценок.

В бухгалтерском учете традиционно доминируют оценки по себестоимости. Их привлекательность заключается в том, что введению их в бухгалтерские регистры, книги и отчетность предшествуют первичные документы, в которых эти оценки присутствуют. Следовательно, данные оценки объективны (имеется документальное их подтверждение), верифицируемы и легко интерпретируемы. Однако они обладают весьма существенным недостатком: их значимость и достоверность (например, с позиции текущих рыночных цен) с течением времени мо-

жет стремительно снижаться. Отсюда возникает желание заменить их на нечто более адекватное, по крайней мере текущему моменту.

Данные, приводимые в бухгалтерской отчетности, нередко критикуются, как непригодные для принятия управленческих решений. Безусловно, это правильно, если речь идет о текущем, оперативном управлении. Основной информационный продукт бухгалтерии, не являющийся конфиденциальным, – годовая отчетность – по определению не может быть полезной при принятии управленческих решений оперативного характера. Ее назначение – общая характеристика имущественного и финансового потенциалов компании, необходимая и полезная при принятии решений тактического и стратегического характера. Такие характеристики, как финансовая структура компании, уровень финансового левериджа, структура средств, не могут быть изменены сиюминутно, они инерционны и, в принципе, отвечают своему назначению – входить в число аргументов, принимаемых во внимание при принятии решения о целесообразности бизнес-контактов с данной компанией и (или) участия капиталом в ее деятельности.

Вместе с тем, поскольку речь идет о решениях долгосрочного характера, на перспективу, а отчетные данные в известном смысле искажены, естественным образом возникает желание улучшить оценки, приводимые в отчетности. Изначально в качестве альтернативы предлагалась рыночная оценка, однако в последние годы активно пропагандируется справедливая стоимость. Причина в том, что условия активного рынка могут быть распространены далеко не на все активы и обязательства. Кроме того, при наличии рынка ситуация не так проста, как кажется. Даже в странах с развитой рыночной экономикой понятие рыночных оценок весьма неочевидно. Что касается России, то здесь о рыночной цене говорить очень сложно, поскольку единого рынка в стране нет, их множество, причем все они носят анклавный характер.

По приведенным в газете «Коммерсант» (2001. 10 окт.) данным, средняя цена (руб./0,5 л) известного напитка «Finlandia» в июне 2001 г. в Москве была 265,2, а в Санкт-Петербурге – 341,0, т. е. на 33% больше. В том же статистическом перечне можно найти и более контрастные примеры: цена напитка «Красная армия» в Москве 417,8; в Санкт-Петербурге – 219,4. Спрашивается: что считать рыночной ценой?

Что же говорят отечественные регулятивы в отношении возможных к использованию оценок? В соответствии со ст. 11 Федерального закона «О бухгалтерском учете» оценка имущества, приобретенного за плату, осуществляется путем суммирования фактически произведенных расходов на его покупку; имущества, полученного безвозмездно, –

по рыночной стоимости на дату оприходования; имущества, произведенного в самой организации, – по стоимости его изготовления. Таким образом, законодательно закреплена доминанта оценки по себестоимости. Вместе с тем не отрицаются и другие оценки. В п. 4 статьи 13 Закона указано, что «в пояснительной записке должно сообщаться о фактах неприменения правил бухгалтерского учета в случаях, когда они не позволяют достоверно отразить имущественное состояние и финансовые результаты деятельности организации с соответствующим обоснованием». Фактически приведенная норма законодательно закрепляет возможность отхода от норм бухгалтерского учета (в частности, возможность применения оценок, отличных от себестоимости) в том случае, если это необходимо для формирования достоверного представления об имуществе и результатах деятельности фирмы. Таким образом, допустимо использование разных оценок, в том числе так называемой справедливой стоимости.

Основной аргумент сторонников справедливой стоимости таков: именно она дает наиболее достоверную оценку реальной ценности актива. Сторонники следования принципу исторических цен (отражение объектов учета по себестоимости) приводят в качестве контраргумента невозможность обоснованного расчета справедливой стоимости. Поэтому принципиальное различие между себестоимостью и справедливой стоимостью заключается в степени объективности и верифицируемости: первая исчисляется на основе документально подтвержденных расходов, вторая – на основе оценки ожидаемой полезности объекта. В известном смысле первая оценка объективна, вторая субъективна.

На первый взгляд кажется, что дело здесь не столько в обоснованности расчета и верифицируемости оценки, сколько в элементарной враждебности бухгалтеров к чуждым (по определению) понятиям субъективности и потенциальной возможности. На самом деле это не так; строго говоря, бухгалтеры-теоретики никогда не отрицали значимости фактора субъективности. Так, исходным пунктом построения концептуальных основ бухгалтерского учета, разработанных американскими учеными, являются интересы пользователей финансовой отчетности, которые могут быть удовлетворены, если отчетные данные отвечают таким характеристикам, как понятность, полезность для принятия решений, релевантность, надежность, достоверность, нейтральность. Очевидно, что всем перечисленным характеристикам свойствен элемент субъективизма.

Приведенный в гербе бухгалтеров девиз «Научность – Добросовестность – Независимость» (Science – Conscience – Independence) призывает к тому, чтобы данные, циркулирующие и формируемые в сис-

теме учета, отражались добросовестно, честно, а это автоматически предполагает определенную (иногда немалую) долю субъективизма¹.

Категории, по определению подразумевающие существенный элемент субъективности (справедливость, честность, уместность и др.), уже широко распространены в современном бухгалтерском учете, однако наиболее яркое подтверждение тезиса о толерантности бухгалтеров (по крайней мере теоретиков учета) в отношении допустимости включения подобных понятий в теорию и практику учета проявляется в признании концепции «достоверность и непредвзятость при представлении отчетности» (*true and fair view*). Эта концепция разработана в рамках британской школы бухгалтерского учета, является одной из основополагающих в системе категорий этой школы и закреплена законодательно с 1947 г., когда она была включена в Закон о компаниях. В ст. 236 Закона о компаниях (Companies Act, 1985) указано, что в ходе аудиторской проверки бухгалтерской отчетности аудиторы должны выразить свое профессиональное мнение в отношении того, обеспечивают ли отчетные данные (баланс и отчет о прибылях и убытках, а при наличии корпоративной группы – консолидированная отчетность) формирование у пользователей достоверной и непредвзятой картины об имущественном и финансовом положении компании (корпорации) на отчетную дату и финансовых результатах, объявленных ею за отчетный период.

Прежде всего отметим, что единственно возможный, наилучший перевод на русский язык понятия «*true and fair view*» затруднителен, поскольку обе его компоненты многозначны; в частности, термин «*true*» может быть переведен как «верный, правильный, настоящий, точный, истинный, действительный»; варианты перевода термина «*fair*» – «справедливый, честный, беспристрастный, достаточно хороший, сносный».

Определенное видовое различие между двумя компонентами может быть сформулировано. Первая часть – «истинный» – характеризует адекватность представления (отражения) объекта (явления) его фактическому состоянию, т. е. здесь прослеживается элемент объективизма, проявляющийся в желаемом соответствии объекта (предприятие) и его модели (отчетность) по определенным формализованным критериям. Вторая часть – «беспристрастный» – делает акцент не на формализованные критерии, но скорее на психологическую подоплеку и степень неангажируемости изготовителя данной модели, т. е. здесь доминирует элемент субъективизма (кстати, осознанного или обусловленного отсутствием требуемого профессионализма).

Фактически провести строгое различие между двумя рассматриваемыми компонентами исключительно сложно. Опросы в отношении

трактовки концепции «*true and fair view*», проведенные в ряде стран Британского Содружества, дали любопытные результаты. Опросу подверглись три группы пользователей отчетности – акционеры, аудиторы, управленческие работники. Один из вопросов был таким: «Несут понятия «*true*» и «*fair*» различную смысловую нагрузку или нет?» Лишь британские аудиторы (80%) ответили утвердительно на этот вопрос, тогда как для 83% управленцев эти два термина в рамках концепции неразделимы. В других странах Содружества от 75% до 95% опрошенных в любой группе полагали, что два этих термина не следует интерпретировать по отдельности.

Герб бухгалтеров – это эмблема бухгалтерской профессии в виде схематического изображения ряда символов, отражающих суть профессии. На гербе изображены три ключевые фигуры: *солнце*, означающее, что бухгалтерский учет освещает финансово-хозяйственную деятельность фирмы, делает ее прозрачной; *весы*, символизирующие сбалансированность финансово-хозяйственной деятельности фирмы как результат хорошо поставленной системы учета; *кривая Бернулли*, означающая, что учет, однажды возникнув, будет существовать вечно. Этот герб был предложен бухгалтерскому сообществу в 1944 г. известным французским ученым Ж. Дюмарше (Jean Dumarchey, 1874–1946). Собственно изображение герба можно найти, например, в работе [Соколов, 1996].

Составной частью герба является девиз бухгалтеров. Первая компонента девиза (в известном смысле его основа) – научность – говорит о том, что традиционное представление о бухгалтерском учете как сугубо практическом виде деятельности, развивающемся путем накопления навыков, обмена практическим опытом, механическим отбраковыванием менее эффективных счетных процедур и др., не вполне корректно. Учет представляет собой синтез науки и практики, причем на современном этапе его развития научное предвидение, обобщение, обоснование и разработка новых методов и процедур становятся доминирующе важными. Квинтэссенция данной компоненты – профессиональное знание.

Вторая компонента – добросовестность – акцентирует внимание на имманентно присущем истинному бухгалтеру качестве, выражающемся в добросовестной, формально обоснованной, надлежащей реализации бухгалтером имеющихся у него профессиональных знаний. Бухгалтер не только владеет профессиональными знаниями, но и применяет их на практике надлежащим образом, сознательно и добросовестно. Квинтэссенция данной компоненты – профессиональные навыки.

Третья компонента – независимость – отражает приоритет профессионализма перед возможной конъюнктурой, ангажированностью, давлением. В своей работе бухгалтер руководствуется исключительно соображениями дела, профессии, но не конъюнктуры. Этот аспект деятельности бухгалтера представляется крайне важным потому, что результаты его труда (в частности, публичная отчетность) имеют общесоциальное значение. Бухгалтер, находясь в зависимости от нанявшего его собственника и (или) менеджера, тем не менее должен быть независимым в выражении своего профессионального мнения. Квинтэссенция данной компоненты – профессиональная этика. Акцентированное внимание упомянутым аспектам профессии – знанию, навыкам и этике – прослеживается и в Международных образовательных стандартах подготовки профессиональных бухгалтеров (International Education Standards for Professional Accountants, IES), введенных в действие с 1 января 2005 г. Международной федерацией бухгалтеров (International Federation of Accountants, IFAC).

Если даже для носителей английского языка термины *«true»* и *«fair»* не всегда различимы, то имеющийся разнобой в переводе профессиональной терминологии на русский язык не представляется уже крамольным. Так, в русскоязычной версии Международных стандартов финансовой отчетности понятие (МСФО) *«fair value»* переведено как «справедливая стоимость» (см., например: стандарт МСФО 32), а *«fair presentation»* переведено как «достоверное представление» (см.: МСФО 1, ст. 10).

Различение терминов *«true»* и *«fair»* сводится по сути к ответу на вопрос: «Существует такой способ представления данных, когда отчетность будет истинной, но не честной, не беспристрастной, или честной, беспристрастной, но не истинной?». В книге Д. Блейка и О. Амата приводится блестящий по образности пример, иллюстрирующий значимость понятий «истинность» и «беспристрастность» и те последствия, которые могут возникать в связи с неумышленным или, напротив, слишком буквальным их толкованием (см.: [Блейк, Агат, с. 110]).

Представьте себе, что два первых лица на корабле – капитан и старший помощник – существенно различаются по отношению к спиртным напиткам: капитан – убежденный трезвенник, а старший помощник слишком злоупотребляет алкоголем, причем не только в свободное от вахты время. Однажды капитан, возмущенный поведением своего помощника, записал в судовом журнале: «Сегодня старпом был пьян». Это утверждение было истинным и беспристрастным. На следующий день старпом, находясь на вахте в трезвом состоянии, прочитал эту запись и записал в журнал следующее: «Сегодня капитан был трезв». Это утверждение было безусловно истинным, но вряд ли честным и беспристрастным, поскольку оно с очевидностью порождает ассоциацию, что капитан всегда пьян и лишь в этот день, вероятно, случайно оказался трезвым.

Не случайно одна из трактовок этих терминов такова: *«true»* – «факт»; *«fair»* – «мнение, состояние ума». Первый элемент концепции (*«true»*) говорит о том, что отчетные данные должны быть настолько аккуратными, достоверными и точными по существу, насколько это возможно; в случае, когда подобная аккуратность по каким-либо причинам невозможна или недостижима, вступает в действие второй элемент концепции (*«fair»*), предполагающий некоторую добросовестную, беспристрастную оценку.

Итак, в приложении к отчетности достоверность (*«true»*) означает, что приводимые в отчетности сведения подтверждены соответствующими первичными документами и учетными данными, а способы обработки этих данных в системе учета не противоречат действующему бухгалтерскому законодательству и принципам учета. Непредвзятость (*«fair»*) означает свободу от предумышленных искажений и необосно-

ванных предпочтений, т. е. в отличие от достоверности, имеющей очевидный оттенок демонстрации обоснованности отчетности с позиции неких формализованных критериев, непредвзятость в большей степени характеризует моральный аспект представления отчетных данных и профессиональную добросовестность. В понятии *«true and fair view»* первая компонента относится к количественному, формализуемому аспекту подготовки отчетности, вторая – к психологическому, морально-этическому (в профессиональном плане) и, естественно, неформализуемому аспекту. Тем не менее считается, что трактовка этой концепции более сложна, нежели раздельное толкование ее составных частей.

Дело в том, что достоверность и непредвзятость – это не столько количественная, сколько качественная характеристика отчетности. Она, во-первых, не эквивалентна точности; во-вторых, имеет отношение к отчетности в целом, а не к отдельным ее статьям или показателям. Последнее утверждение принципиально важно с позиции методологии учета, а его смысл особенно выпукло проявляется, например, в разнообразии допустимых методов оценки. Так, в зависимости от того, какой метод оценки запасов (ФИФО, ЛИФО, средних цен и др.) применяется в компании, величина ряда отчетных показателей (в том числе валюты баланса) может существенно варьировать. Это ни в коем случае не означает, что в каком-то варианте (вариантах) имеет место представление в отчетности недостоверных сведений. Суть концепции достоверности и непредвзятости в неоспоримом приоритете профессионального суждения бухгалтера как альтернативе бездумному следованию предписаниям бухгалтерских регулятивов.

С позиции лингвистики, наиболее точным, вероятно, является перевод понятия *«true and fair view»* как «истинный и беспристрастный взгляд», однако возможны и другие, схожие по смысловой нагрузке переводы; в частности, в специальной литературе встречается и такой перевод, как «принцип достоверности и добросовестности», который, на наш взгляд, также адекватно передает смысловое содержание англоязычного понятия.

Таким образом, смысловая нагрузка понятия *«true and fair view»* такова: данные, приводимые в отчетности, должны быть, во-первых, правдивыми, неискаженными, объективными и, во-вторых, представленными честно, без возможных вуалирований и двусмысленных интерпретаций. На самом деле сложен не только и не столько перевод термина, сколько следование идее, выражаемой им. Не случайно этому понятию посвящено множество монографий и научных статей (см.: [Flint]).

Бухгалтеры придумали изящный термин «креативный учет», с помощью которого маскируют возможные манипуляции с учетными

оценками, операциями и их представлениями. Под **креативным учетом** (Creative Accounting) понимается совокупность операций учетного характера, имеющих целью представление имущественного и финансового положения фирмы в желаемом или целесообразном ракурсе, причем подобное приукрашивание не обязательно находится в рамках действующих регулятивов. (Вспомним, что в дореволюционном российском учете подобные процедуры назывались вуалированием баланса.) Элемент креативности присутствует в учете всегда, однако его значимость, целевой характер и последствия могут в той или иной степени противоречить концепции достоверности и непредвзятости. В самом негативном случае, когда приукрашивание отчетных данных имеет целью скрыть определенные недостатки, финансовая отчетность формирует скорее желаемую, нежели фактическую, картину о финансовом положении фирмы. К основным проявлениям креативного учета относятся: манипулирование прибылью, манипулирование оценками активов, создание скрытых резервов, создание забалансовых источников финансирования.

Понятие креативности было введено представителями англо-американской бухгалтерской школы в ходе разработки теории бухгалтерского учета в контексте агентской теории. Можно говорить о следующих причинах появления креативного учета: (а) разделение функций по управлению фирмой, проистекающих соответственно из права собственности (носители – собственники фирмы) и права оперативного управления активами фирмы (носители – топ-менеджеры фирмы); (б) принципиальная невозможность абсолютно строгого регулирования учета.

Смысл первой причины очевиден: учет и отчетность находятся под контролем администрации фирмы, а потому, отчитываясь о результатах своей работы перед собственниками фирмы путем представления отчетности, наемные топ-менеджеры безусловно стремятся по возможности завуалировать негативные и обнажить позитивные стороны имущественного и финансового положения управляемой ими фирмы. Что касается второй причины, то ее логика такова: безусловная однозначность в формировании картины об имущественном и финансовом положении фирмы возможна лишь в том случае, если будут регламентированы все возможные операции, задействованные в них оценки и методы отражения этих операций в учете. Поскольку подобное в принципе невозможно, всегда остается свобода действий в трактовке сути операции, применяемых оценок и методов учета. Иными словами, невозможно регулировать все и вся.

Именно последнее обстоятельство дает основание некоторым ученым полагать, что креативный учет может применяться исходя из позитивных побуждений (например, в регулятивах не прописаны методы учета некоторых новых активов, обязательств, операций, а потому бухгалтер вынужден отражать их по собственному усмотрению), а его

проявление в этом качестве можно видеть в случае ведения учета и составления отчетности в соответствии с концепцией достоверности и непредвзятости (*true and fair view*). Тем не менее основная трактовка термина «креативность» имеет, как правило, негативный оттенок.

Формализованного выражения, т. е. системы некоторых количественных критериев, позволяющих утверждать, что компания следует идее креативности в позитивном смысле, придерживается концепции достоверности и непредвзятости, не существует. Здесь подразумевается прежде всего следование этическому кодексу и приоритет профессионализма перед конъюнктурой как со стороны бухгалтеров и топ-менеджеров, так и со стороны аудиторов. Один из известных британских специалистов, Г. Ли, дает следующее определение этому понятию: «Сегодня принцип достоверности и добросовестности относится скорее к сфере искусства (имеется в виду, что он не подлежит очевидной формализации. – В. К.). Обычно его понимают как представление отчетности, составленной в соответствии с принятыми принципами бухгалтерского учета на основе точных (насколько это возможно) данных и обоснованных оценок – в противном случае и представленной таким образом, чтобы продемонстрировать в условиях присущих текущему учету ограничений наиболее объективную картину, свободную от преднамеренных предубеждений, искажений, манипуляций и умолчаний в отношении фактов, являющихся значимыми» [Lee, p. 270].

В дальнейшем термины «*true*» и «*fair*» получили международное признание и, более того, стали применяться не только в отношении отчетности в целом, но и для отдельных объектов учета. Вначале концепция «*true and fair view*» была одобрена всеми странами Британского Содружества, позднее она была включена в Директиву № 4, являющуюся одним из наиболее значимых регулятивов в области бухгалтерского учета для стран – членов ЕС¹. В ст. 10 МСФО 1 «Представление финансовой отчетности» сказано: «Финансовая отчетность должна достоверно представлять (*fair presentation*) финансовое положение, финансовые результаты деятельности и движение денежных средств компании». При необходимости статьи отчетности должны быть раскрыты (т. е. дополнены соответствующими аналитическими расшифровками) с тем, чтобы требование о достоверном представлении было безусловно выполнено. В слегка завуалированном виде концепция «*true and fair view*» принята и в отечественном учете (вспомним п. 4 ст. 13 Федерального закона «О бухгалтерском учете»).

¹ В рамках Европейского экономического сообщества осуществляется определенная унификация и гармонизация национальных систем бухгалтерского учета. С этой целью были изданы 8 нормативных документов – Директив. Подробнее см.: [Ковалев, 2004].

По мере разработки концептуальных основ бухгалтерского учета в большинстве стран согласились с основополагающим посылом: отчетные данные составляются и представляются прежде всего исходя из интересов пользователей; этот посыл определяет и логику построения МСФО. Публичная отчетность должна быть такой, чтобы фактические и потенциальные поставщики капитала (собственники и инвесторы) могли сделать вывод о правильности и оправданности принятого (или планируемого) ими решения об инвестировании средств (долгосрочном или краткосрочном) в данную компанию.

Для того чтобы подобное решение было осознанным, можно составлять публичную отчетность, придерживаясь одного из двух альтернативных вариантов. Первый вариант находится в русле классической политической экономии, т. е. предполагает движение от производителя, из прошлого, исходит из затрат вложенного в оцениваемый объект труда; в основе представления данных – доминанта исторических цен. Второй подход следует идеям маржинализма, т. е. теории предельной полезности, и предполагает движение от потребителя, из будущего; согласно этому подходу надо пользоваться не историческими ценами, а экономической ценностью, когда стоимостная оценка объекту учета присваивается, исходя из ожидаемых в будущем доходов.

Желание видеть в отчетности более достоверные данные, нежели оценки по историческим ценам, вполне объяснимо. Если темпы инфляции высоки, то следование принципу исторических цен имеет очевидные слабости. Во-первых, искажается оценка резервного потенциала фирмы. (Напомним, что означенным термином характеризуется способность фирмы привлекать заемный капитал в нужном объеме и на приемлемых условиях, когда затраты на привлечение и поддержание капитала не превышают среднерыночных.) Во-вторых, у предприятия появляется инфляционная прибыль, что приводит к эрозии капитала и снижению экономического потенциала предприятия. В-третьих, искажается представление о реальности отчетных данных.

Вместе с тем не следует полагать, что использование исторических цен по определению приводит к недостоверности. На самом деле все зависит от того, под каким углом зрения рассматривается проблема. Если во главу угла ставить затраты, сделанные поставщиками средств, то ориентация на исторические цены является единственно правильной; если исходить из желания видеть в отчетности оценки, максимально приближенные к текущим рыночным, надо делать переоценку и выразить активы в текущих рыночных, или справедливых, ценах.

Именно принципиальным различием в целевых установках объясняется невозможность безусловного выбора в пользу того или иного метода оценки. Дело в том, что текущее бухгалтерское законодательство дает возможность выбора конкретных методов учета, что может существенно сказаться на отчетных данных о финансовом состоянии хо-

зыйствующего субъекта и его финансовых результатах. В частности, выбор того или иного метода оценки может существенно влиять на финансовые результаты.

В литературе приводятся примеры, показывающие, насколько значительным может быть расхождение в оценке производственных запасов, а следовательно, и прибыли при использовании того или иного метода оценки запасов. Так, компания «General Motors» в 1988 г. показала в балансе остатки запасов по методике ЛИФО на сумму 7984,3 млн долл.; если бы была использована методика ФИФО, оценка составила бы 10 509,6 млн долл., т. е. на 31,6% выше. Еще разительнее расхождения по компании «Caterpillar»; те же показатели по ней составили соответственно 1986,0 млн долл.; 3614,0 млн долл.; 82,7% [Comparative International Accounting, p. 114]. Спрашивается: какие отчетные данные являются достоверными, а какие нет? Можно ли утверждать, что один метод обеспечивает достоверность отчетных данных, а второй заведомо нет? Правомерно ли вообще постановка такого вопроса?

Совершенно очевидно, что парадокс проистекает из-за нечеткости формулирования критерия достоверности – что и при каких условиях считать достоверным.

В частности, методика ФИФО обеспечивает относительно больший прирост авансированного капитала, лучшие значения показателей рентабельности, т. е. дает более привлекательную картину для непрофессиональных инвесторов. Применение методики ЛИФО приводит к заниженной оценке производственных запасов и к меньшей величине прибыли, т. е. на первый взгляд, она дает менее привлекательные результаты. На самом же деле, в условиях инфляции именно эта методика наиболее предпочтительна, поскольку величина уплачиваемого налога меньше, а следовательно, больше средств остается у предприятия¹. В условиях инфляции методика ФИФО дает некоторую инфляционную добавку к прибыли; таким образом, предприятие «проедает» собственные оборотные средства на приобретение сырья и запасов по возрастающим ценам.

Приведенный пример интересен и тем, что он наглядно продемонстрировал относительность понятия достоверности – ее не следует понимать буквально. Достоверность понималась в контексте характеристики соответствия учетной и рыночной оценок некоторого объекта. На самом деле оказалось, что равную достоверность для всех объектов

¹ Не следует полагать, что, применяя метод ЛИФО, предприятие не доплачивает налоги. Если система налогообложения не меняется, то в конце концов общая сумма уплаченного налога будет одинакова при любом методе оценки запасов. Просто в условиях роста цен применение метода ЛИФО позволяет отсрочить выплату налога, что немаловажно, если вспомнить о временной ценности денег, в том числе с позиции получения прямых доходов, поскольку временно находящиеся в распоряжении предприятия денежные средства можно пустить в оборот.

учета обеспечить невозможно, поскольку каждый доступный к применению метод оценки и (или) учета имеет свои достоинства и недостатки. Предпочтение одного метода другому может приводить к определенной «уточняемости» одних и «искажаемости» других показателей. Так, метод оценки запасов ЛИФО дает более точную оценку себестоимости (с позиции затрат в текущих ценах), но искажает оценку выходных запасов; метод ФИФО делает все в точности наоборот.

В литературе приводятся примеры весьма существенного, хотя и непреднамеренного, искажения отчетных данных. Так, корпорация «Del Monte» в течение многих лет последовательно пользуется методом ЛИФО, что привело к тому, что в текущих балансах некоторые активы отражаются в ценах 1920-х гг. [Бригхем, Гапенски, т. 2, с. 345]. Вряд ли оценку запасов в балансе «Del Monte», рассматриваемую изолированно, можно считать достоверной; вместе с тем эта очевидная искаженность отчетных данных, безусловно, не является поводом для признания данных об имущественном и финансовом положении корпорации недостоверными.

Можно сделать важный вывод: суждение о достоверности должно выноситься не только и не столько в отношении оценки и представления в отчетности отдельных, рассматриваемых изолированно объектов бухгалтерского учета, сколько о их совокупности в рамках единого имущественного комплекса, каковым является хозяйствующий субъект.

С очевидностью напрашивается вывод о том, что применение тех или иных методов учета, с одной стороны, обуславливается ситуацией с действующим нормативным хозяйством, текущими и прогнозируемыми ценами, степенью подготовленности бухгалтера и т. п., а с другой стороны, дает возможность в определенных пределах манипулировать отчетными данными.

Таким образом, с позиции внешнего аналитика приведенные иллюстративные примеры примечательны по крайней мере в двух аспектах. Во-первых, они демонстрируют значимость методов бухгалтерского учета для формирования конечных финансовых результатов, в очередной раз подтверждая тезис о неразрывной связи учета и финансов. Во-вторых, любому пользователю отчетных данных (инвестору, лендеру, кредитору, финансовому менеджеру) ни в коем случае не следует заикливаться на чисто финансовых вопросах, а реальная оценка финансового состояния предприятия не может быть сделана без надлежащего осмысления принятой на предприятии учетной политики (не случайно раздел «Учетная политика и пояснительные примечания» рекомендован международным стандартом МСФО-1 «Представление финансовой отчетности» в числе основных составных частей годового отчета компании).

Представители бухгалтерской профессии сформулировали критерии и правила, следование которым позволяет обеспечивать достовер-

ность отчетных данных. Очевидно, что таких критериев может быть несколько и, кроме того, они могут быть довольно разноплановыми. Наиболее распространены следующие взаимосвязанные критерии: если, во-первых, учетные процедуры и записи выполнялись в строгом соответствии с нормативными актами, регулирующими бухгалтерский учет, во-вторых, имеются оправдательные документы для всех операций и, в-третьих, отчетность составлена на основании бухгалтерских регистров и книг, то отчетные данные достоверны. Именно проверка этих критериев предписывается аудиторскими стандартами¹. Как видим, речь здесь не идет о соответствии или несоответствии оценок, приводимых в отчетности, рыночным оценкам.

Любое предприятие может рассматриваться как обычный товар, причем не обязательно речь должна вестись о фактической его продаже как единого имущественного комплекса. Товарность предприятия появляется в текущей котировке его ценных бумаг. Сведения о том, перспективна ли данная фирма как объект торговли, можно получить из публичной отчетности, в которой представлена некая стоимостная характеристика. Информация о «торгуемости» фирмы представляет интерес прежде всего для фактических и потенциальных собственников; поэтому из общего множества пользователей именно интересы собственников представляются решающими в общей рыночной конъюнктуре. Здесь возможны два подхода – с позиции прошлого и с позиции будущего.

Первый подход предполагает использование исторических цен и оценку возможностей фирмы устойчиво генерировать прибыль, обеспечивая приемлемую рентабельность. Второй подход предполагает исключительную ориентацию на возможные будущие доходы и поэтому формирование оценки мощностей фирмы как стоимости будущих поступлений.

Для любого собственника первостепенную значимость имеет оценка эффективности сделанных или планируемых инвестиций. Различие между фактическими и потенциальными инвесторами заключается в следующем: первые уже сделали вложения и должны озаботиться тем, чтобы отдача была приемлемой; вторые лишь планируют свои инвестиции и потому хотят иметь четкое представление о том, что они приобретают, с позиции потенциальных возможностей генерирования прибыли.

Отсюда следует очевидный вывод. Для фактических собственников предприятия ориентация на затраты и оценку рентабельности сделанных инвестиций является вполне разумной и оправданной. Если

¹ Строго говоря, достаточно упомянуть о необходимости следования нормативным актам, поскольку два других требования подразумеваются ими, тем не менее эти требования представляются весьма уместными с позиции практического наполнения процедуры установления достоверности отчетных данных.

сделанные инвестиции устойчиво генерируют прибыль и есть основания полагать, что этот процесс будет иметь место и в будущем, то оценка активов фирмы с позиции будущего не является суперактуальной. Вместе с тем сказанное не следует понимать буквально; возможны и другие варианты рассуждений, обосновывающие определенную значимость оценок с позиции будущего для действующих акционеров и управленческого персонала. В частности, подобные оценки нужны им для того, чтобы убедиться в достаточности средств у предприятия для погашения обязательств перед кредиторами в крайнем случае (т. е. при ликвидации предприятия), или для выявления реального состояния резервного заемного потенциала. (Подобные ситуации все же носят эпизодический, нерегулярный характер.)

Другое дело – с потенциальными собственниками. Для них стоимостная оценка (себестоимость) ранее сделанных вложений не представляет первостепенной важности, они уже не могут повлиять на нее; поэтому для них гораздо больший интерес представляет оценка активов как потенциальных источников прибыли. Им важно иметь представление не о том, сколько было ранее вложено в фирму, а о том, каковы потенциальные возможности имущественного комплекса, ценные бумаги которого они намерены приобрести; поэтому оценка его мощностей с позиции будущего представляется для них имеющей первостепенную важность.

Не следует полагать, что интересы фактических и потенциальных собственников в данном случае абсолютно расходятся. В экономике все взаимосвязано. Выше приводились примеры ситуаций, когда текущая оценка активов по рыночным ценам безусловно представляет интерес и для фактических собственников. В дополнение к этим примерам упомянем о значимости подобной оценки как характеристике капитализированного дохода собственников. Речь идет о намерениях. Если фактический собственник не намерен в ближайшее время продавать свою долю в капитале фирмы, то оценки по рыночным стоимостям, являющиеся по определению весьма динамичными и субъективными, для него не столь важны. Главное – устойчивость генерирования прибыли с приемлемой рентабельностью. Если собственник, напротив, намерен продать свою долю в капитале, то информация о реальной оценке имеющегося имущества представляется для него весьма значимой и желаемой.

Но ведь отчетность составляется не собственниками, а управленческим персоналом; собственники лишь утверждают ее на годовом собрании. Спрашивается: на каких собственников ориентироваться – фактических или потенциальных? Здесь необходимо различать две ситуации: (а) текущая, рутинная деятельность компании, не предполагающая масштабного привлечения капитала на фондовом рынке, и (б) деятельность в преддверии эмиссии (дополнительной) ценных бумаг.

Первая ситуация имеет ту особенность, что сделки с ценными бумагами проходят на вторичном рынке. Очевидно, что собственно компания (эмитент) не имеет доходов или потерь от сделок с ее бумагами. Операции купли-продажи акций и облигаций – личное дело отдельных держателей этих бумаг, но не всех их. В этом случае на первый план выступают интересы доминирующей части фактических собственников, для которых важны прежде всего стабильность и предсказуемость – с позиции отчетных данных, этим требованиям в большей степени удовлетворяют верифицируемые и проверенные оценки по себестоимости.

Особенность второй ситуации в том, что компании желательно привлечь новых поставщиков капитала, а потому необходимо показать, что действующее предприятие перспективно как объект инвестирования. В этом случае, действительно, оценки по справедливой стоимости (которая, напомним, представляет собой денежную оценку экономической ценности как способности генерировать доход в будущем) представляются разумными и желательными.

Несколько обособлена ситуация, когда компания продается как единый имущественный комплекс. В этом случае вновь оценки по справедливой стоимости представляются единственно возможными, причем речь идет в отношении как объекта покупки, так и покупателя. В отношении объекта покупки вопрос очевиден: его активы и обязательства должны быть расценены в текущих ценах. Что касается покупателя, то необходимость использования справедливых цен возникает здесь постольку, поскольку, как правило, в оплату приобретаемой компании идут не только денежные средства, но и акции покупателя, которые должны быть расценены по справедливой цене.

Итак, требование составлять отчетность таким образом, чтобы она соответствовала принципу *«true and fair view»*, т. е. позволяла пользователям принимать обоснованные решения в отношении данной компании, вполне обоснованно. Речь должна идти о том, как обеспечить это требование. Можно ли утверждать, что данное требование будет выполнено, если представленные в отчетности оценки отдельных объектов отражают реальную их ценность? Однозначного ответа нет, поскольку, как показано выше, существенным является идентификация интересов основных пользователей – собственников.

Выше было показано, что для фактических собственников оценка по себестоимости нередко является вполне приемлемой. Вместе с тем несложно обособить таких пользователей отчетности, для которых подобная оценка не представляет первостепенного интереса. В частности, упомянем о долгосрочных кредиторах (лендерах). Так, если банк намерен предоставить данному предприятию кредит, его, как правило, будет интересовать возможное обеспечение – здание, производственные мощности, ценные бумаги и др. Очевидно, что, принимая в обеспе-

чение или в залог некоторое имущество, кредитор будет оценивать его не по исторической цене, а по текущей рыночной, которая нередко совпадает со справедливой стоимостью.

Отсюда следует еще один важный вывод: принцип достоверности и непредвзятости актуален не только в отношении отчетности в целом, но и при оценке отдельных активов и обязательств. Допустимо и такое утверждение: в некоторых ситуациях отчетность позволяет пользователям принимать обоснованные решения лишь в случае, если представленные в ней оценки объектов отражают реальную их ценность. Если этот тезис справедлив, то можно переходить от отчетности в целом к оценке отдельных ее статей.

Переход от себестоимости к справедливой стоимости при оценке отдельных объектов учета имеет место в сделке купли-продажи компании как единого имущественного комплекса, а следовательно, при расчете приобретаемого гудвилла и составлении консолидированной отчетности. На момент покупки компании доминируют оценки по справедливой стоимости. После совершения покупки справедливые стоимости становятся себестоимостями, приводятся в консолидированном балансе и в дальнейшем уже, как правило, не представляют собой оценку полезности с позиции будущего.

Справедливая стоимость в явном или неявном виде присутствует в текущем учете – при переоценках, создании резервов, составлении ликвидационного баланса.

Алгоритмы исчисления справедливой стоимости. Нормативные документы не содержат (и не могут содержать) точных алгоритмов расчета. При наличии активного рынка в качестве справедливой берется рыночная цена. Вместе с тем рыночная цена не является справедливой стоимостью в полном смысле этого слова, поскольку любой рынок не совершенен¹ и даже при наличии совершенного рынка достоверная оценка экономической ценности невозможна, так как подобная оценка предполагается в отношении конкретных активов, абсолютно точных аналогов которых найти невозможно.

При отсутствии активного рынка заменителями справедливой стоимости выступают субъективные оценки, предполагающие профессиональное суждение оценщика. На практике именно субъективные оценки доминируют над рыночными ценами. Представьте себе, что вам надо показать в балансе по справедливой стоимости станок, купленный 3 года назад. Очевидно, что рынка подержанных станков не су-

¹ Под совершенным рынком (Perfect Market) понимается рынок с идеальной конкуренцией, когда отсутствуют транзакционные издержки и налоги, нет дискриминации отдельных участников рынка, информация является объемлющей и равнодоступной, присутствует большое число покупателей и продавцов, каждый из которых по отдельности не может повлиять на цены по своему усмотрению, и др.

ществует, поэтому нет рыночной стоимости, а вместо нее будет использована стоимостная оценка, сделанная оценщиком. При этом логика формирования справедливой стоимости базируется на способности оценщика рассчитать ценность объекта с позиции его участия в генерировании будущих доходов. По сути речь идет о выборе между следующими оценками: возможная чистая стоимость продажи, ценность от использования, стоимость замены.

Строго говоря, справедливость (и то в известном смысле) может быть достигнута лишь в отношении активов, точные аналоги которых торгуются на рынке. Такими активами являются рыночные ценные бумаги, и потому лишь в отношении их можно говорить о справедливости в случае применения рыночных цен. Все другие активы в подавляющем большинстве случаев не имеют активного рынка, а потому справедливость оценки (таковой в этом случае выступает суждение оценщика) исключительно условна (особенно если мы примем во внимание уровень профессионализма отечественных оценщиков).

Что касается конкретных алгоритмов, то справедливая стоимость оценивается (см.: МСФО 22 (IFRS 3) «Объединение компаний») следующим образом: (а) здания и сооружения – по текущей рыночной цене; (б) оборудование – по восстановительной стоимости с учетом амортизации; (в) нематериальные активы – по текущей рыночной цене, а при отсутствии рынка – с помощью оценщиков или в соответствии с логикой, заложенной в определение справедливой стоимости; (г) рыночные ценные бумаги – по текущей рыночной цене; (д) паи – по доле в справедливой стоимости активов предприятия; (е) нерыночные ценные бумаги – как соответствующая доля приведенной стоимости ожидаемых поступлений эмитента; (ж) дебиторская задолженность – в сумме номинала, за вычетом резерва по сомнительным долгам; (з) запасы – по чистой продажной цене; (и) незавершенное производство – по цене готовой продукции, за вычетом затрат на доводку, или по фактической себестоимости; (к) краткосрочная кредиторская задолженность – по номиналу; (л) долгосрочные кредиты и займы – как стоимость оттоков денежных средств, дисконтированных по текущей процентной ставке для аналогичных финансовых инструментов.

Резюме. Выбор – себестоимость или справедливая стоимость – не является проблемой методологии бухгалтерского учета. Во-первых, это проблема взаимоотношения учета и пользователей его результатами; во-вторых, расчет справедливой стоимости делается не столько бухгалтером, сколько профессиональным оценщиком, знающим конъюнктуру рынка. Поэтому при наличии: (а) соответствующих оценок, предоставленных финансистами, оценщиками, маркет-мейкерами и др., (б) пользователей, заинтересованных в отчетности, составленной на основе доминанты справедливых цен, и (в) источников финансирования этой работы,

разработка подобной отчетности, с позиции бухгалтера, не представляет технической сложности.

Бухгалтерский учет информационно обслуживает многие категории пользователей, интересы которых в подавляющем большинстве случаев существенно различаются. Как невозможен идеал красоты, устраивающий всех без исключения, так и невозможно представление отчетных данных в формате, структуре и по содержанию, в точности соответствующих интересам всех пользователей. Кроме того, если считать справедливым одно из требований, предъявляемых к финансовой отчетности, суть которого сводится к тому, что отчетность должна давать достоверные сведения об имущественном и финансовом положении предприятия и достигнутых им за отчетный период финансовых результатах, то оказывается, что равную достоверность оценок имущества и результатов обеспечить невозможно. Поэтому жесткое противопоставление исторических цен и стоимости, рассчитанной исходя из ожидаемой полезности, неправомерно, а выбор одной и полное отрицание другой оценки автоматически приводит к искажаемости отдельных характеристик хозяйствующего субъекта.

Безусловно, в собственно учете приоритетность использования исторических цен очевидна: лишь эти оценки обеспечивают стабильность, понятность, надежность и достоверность информации, циркулирующей в системе. Исторические цены стабильны и неизменны, справедливые стоимости исключительно переменчивы и по сути соответствуют своему названию (справедливость) лишь на момент оценки, да и то с весьма большими оговорками, ибо понятие справедливости, в принципе, так же аморфно, как и понятие красоты. Следует подчеркнуть, что какими бы ни были логика и алгоритм исчисления справедливой стоимости, надо четко понимать, что ее ни в коем случае нельзя трактовать как будущую стоимость. Даже при соблюдении всех условий объективности, непредвзятости и профессиональности это всего лишь некая равновесная стоимостная оценка, отражающая всю информацию, имеющуюся в распоряжении рынка или оценщика. Данное замечание особенно актуально в том смысле, что использование информации всегда сопровождается тем или иным временным лагом.

Вместе с тем справедливые стоимости несомненно важны, во-первых, для оценки некоторых видов активов (речь идет прежде всего о финансовых активах) и, во-вторых, для отдельных категорий пользователей (имеются в виду потенциальные собственники и участники операций на рынках ценных бумаг), однако их применение сдерживается исключительно высокой субъективностью и неоднозначностью алгоритмов расчета. Важно и еще одно обстоятельство: даже если предположить технически возможным использование справедливых стоимостей в текущем учете и отчетности, эффект от этого будет минимальным, поскольку по определению бухгалтерская отчетность исторична, и потому любая

оценка, в ней приведенная (даже суперсправедливая), уже не будет соответствовать своему названию на тот момент, когда эта отчетность попадет к конкретному пользователю. Переход к справедливым стоимостям лишь уменьшает степень искаженности данных (с позиции текущих цен), но не устраняет ее полностью; кроме того, в этом случае снижение искаженности в одном смысле сопровождается увеличением искаженности в другом смысле, поскольку расчет справедливой стоимости исключительно субъективен по своей природе.

Справедливость может подтвердиться лишь в том случае, когда совершается операция купли-продажи. Если такой операции нет, то любая оценка, использованная в отчетности, как бы она ни называлась, выражает лишь мнение составителя этой отчетности, более или менее обоснованное и подкрепленное определенными расчетами, аргументацией и иногда дополненное мнением стороннего лица (аудитора), которое, естественно, также субъективно. Именно поэтому термин «справедливость» исключительно условен и не может рассматриваться как первостепенной важности цель, к которой должен стремиться бухгалтер.

Справедливая стоимость в отдельных ситуациях, вероятно, лучше себестоимости, однако основной ее недостаток – исключительный субъективизм – перекрывает все ее достоинства и значительно сужает область применения. Не случайно в системе британского ГААП¹ это понятие используется, в основном, в стандартах, имеющих отношение к операциям купли-продажи компании как единого имущественного комплекса (основной стандарт – FRS 7 «Fair Values in Acquisition Accounting»). Справедливая стоимость представляет собой результат компромисса между продавцом и покупателем, поэтому в реальном

¹ Термин «общепринятые принципы бухгалтерского учета» (ГААП) (Generally Accepted Accounting Principles, GAAP) введен американцами и означает систему регулятивов бухгалтерского учета в США, насчитывающую более 300 документов и включающую собственно стандарты, определяющие методiku и технику учета, интерпретации, методические рекомендации и др. Эти регулятивы разработаны профессиональными общественными (т. е. негосударственными) организациями и носят рекомендательный характер. Поскольку во многих странах регулирование учета в значительной степени осуществляется не правительством, а профессиональными организациями (институтами, ассоциациями и др.), аббревиатура ГААП нередко используется (неофициально) и за пределами США. В частности, слова «британский ГААП» означают систему бухгалтерских регулятивов в Великобритании. Следует предостеречь от распространенной в бухгалтерской среде ошибки, когда ГААП олицетворяют с некоей международной системой учета. Никакой ГААП (американский, британский, голландский и т. п.) в настоящее время не заменяет системы международных стандартов бухгалтерского учета (International Accounting Standards, IAS), известной в России как Международные стандарты финансовой отчетности (International Financial Reporting Standards, IFRS). Общие сведения о системе ГААП и проблемах гармонизации и стандартизации бухгалтерского учета см., например, в работе [Ковалев, 2004]. См. также разд. 9.6.

виде оценки по справедливой стоимости могут быть получены лишь в ходе подготовки и проведения операции купли-продажи.

Справедливая стоимость не отрицает принципа исторических цен. В текущей деятельности она применима в соответствии с принципом осторожности и по сути находит свое выражение: (а) в предусмотренной регулятивами возможности проведения переоценок; (б) в отражении в отчетности ряда активов с учетом резервов; (в) в залоговых операциях и операциях мены; (г) при заключении договоров на получение кредитов под обеспечение; (д) при внесении неденежных активов в качестве вклада в уставный капитал и др. Однако основная сфера применения справедливой стоимости – при подготовке операции купли-продажи компании. Основные потребители справедливой стоимости – биржевые спекулянты, финансовые аналитики, потенциальные собственники.

Таким образом, в текущем балансе – доминанта принципа исторических цен; в ликвидационном балансе, а также в аналитическом балансе, ориентированном на участников рынка капитала, – доминанта справедливых цен объектов учета, в отношении которых есть основание предполагать, что их текущая стоимостная оценка искажена с позиции их вероятного вклада в генерирование будущих доходов.

8.4. Гудвилл как экономическая категория

Одной из особенностей современного этапа становления рыночных отношений является появление новых (для российских ученых и практиков) категорий в области бухгалтерского учета и финансов. В их числе гудвилл. С этой категорией приходится иметь дело не только специалистам финансово-бухгалтерского блока – бухгалтерам, аудиторам, финансистам, оценщикам, но и любым участникам бизнес-отношений, которые по каким-либо причинам вынуждены работать с публичной отчетностью. Гудвилл интересен не только сам по себе, но и как фактор, в известном смысле осложняющий представление о фирме как объекте оценки и (или) инвестирования и приводящий к определенным условиям при вынесении суждения о фирме по данным отчетности.

Как известно, бухгалтерская отчетность представляет собой наилучшую (из существующих) финансовую модель фирмы. Ее неоспоримый приоритет перед возможными другими модельными представлениями заключается, в частности: (а) во всеобъемлемости и комплексности характеристики экономического потенциала хозяйствующего субъекта; (б) унифицированности в отношении алгоритмов формирования и структуры представления; (в) верифицируемости исходной информационной базы, послужившей основой для ее построения; (г) регулярности появления; (д) публичности, т. е. равноступенности для любых заинтересованных лиц.

Одной из ключевых идей составления публичной отчетности является неукоснительное следование постулатам и принципам бухгалтерского учета, в совокупности обеспечивающим релевантность, актуальность и полезность отчетных данных и в наиболее акцентированном виде представленных, в частности, МСФО. Так, в ст. 5 МСФО 1 сказано, что целью финансовой отчетности общего назначения является представление информации о финансовом положении, финансовых результатах деятельности и движении денежных средств компании, полезной для широкого круга пользователей при принятии экономических решений; в ст. 10 того же стандарта отмечено, что финансовая отчетность должна достоверно представлять финансовое положение, финансовые результаты деятельности и движение денежных средств компании [Международные стандарты ..., 1999, с. 71]. Наиболее акцентированно эта идея выражена в обсуждавшейся выше *концепции достоверности и непредвзятости*, представляющей собой одну из ключевых идей бухгалтерского учета, согласно которой отчетность должна составляться таким образом, чтобы на нее можно было полагаться при принятии управленческих решений. Как и любую неформализованную конструкцию, концепцию достоверности и непредвзятости, в принципе, легко провозгласить, однако следование ей уже не столь очевидно. Не случайно бухгалтерский учет считается одновременно и наукой, и искусством. Специалистам хорошо известно, что, варьируя методами оценки и представления данных, можно существенным образом влиять на картину об имущественном и финансовом потенциале фирмы.

Знакомясь с отчетностью, пользователь может получить представление о ее потенциальных возможностях, понять, насколько интересен для него данный субъект в плане инвестиционной привлекательности или установления бизнес-отношений. Однако адекватность оценки имущественного и финансового потенциала фирмы как целостного организма определяется не только и не столько характеристикой отдельных его элементов, но и тем, насколько отчетливо понимает пользователь возможности вуалирования в отчетности истинного состояния дел. Оказывается, в бухгалтерии имеются возможности вполне законного и зачастую оправданного варьирования оценками, алгоритмами интеграции и дезинтеграции и способами представления отчетных данных, позволяющими улучшить информационную картинку о фактическом состоянии дел в фирме. Более того, международные стандарты финансовой отчетности отчасти как раз и ратуют за то, чтобы подобное улучшение предпринималось; в частности, в стандартах речь идет о рекомендации в отношении более активного внедрения оценок по справедливой стоимости.

Число методов регулирования информационной картинкой многообразно; можно упомянуть о таких, на наш взгляд, показательных методах, как варьирование оценками (например, оценки по себестоимо-

сти и (или) справедливой стоимости), возможность введения в баланс искусственных активов и обязательств (например, гудвилл), варьирование методами признания доходов и затрат (например, методы начисления и кассовый), применение различных методов формирования себестоимости (например, использование того или иного метода амортизации существенно сказывается на характеристике имущественного состояния фирмы), применение различных группировок в представлении в отчетности активов и источников (например, обособление различных фондов и резервов) и др.¹ Гудвилл относится к таким факторам, которые могут предопределять условность отчетности в целом и с которой может столкнуться пользователь отчетности.

Введение или, напротив, неуказание в балансе некоторых искусственных активов и обязательств – один из известных способов вуалирования отчетности. В отношении возможного наличия в балансе подобных объектов приведем известные примеры с самокотиловками собственных ценных бумаг (этот прием активно использовался в российских финансовых пирамидах конца XX в.) и с операциями между материнской и дочерними компаниями, когда между ними проводятся фиктивные операции, в частности, связанные с эмиссией долгосрочных финансовых инструментов и их выкупом подконтрольными структурами. Что касается отсутствия некоторых существенных для деятельности фирмы активов и обязательств, то наиболее яркими примерами являются неучет неосязаемых активов (в немецкой финансовой школе их называют импондерабиями²) и операции с гудвиллом. Именно последняя категория представляется исключительно важной в плане понимания цен-

¹ Подробнее о данной проблеме см.: [Ковалев В., Ковалев Вит., 2005].

² Импондерабель (от франц. *imponderable*) – неуловимый, неопределенный. В немецкой специальной литературе понятия «гудвилл» и «импондерабель» сосуществуют, хотя детального анализа различий между ними не дается. Первый термин традиционно применяется в учете, тогда как второй – в инвестиционно-финансовых расчетах. Обычно под *импондерабиями* понимают некие факторы, не выражаемые в денежной оценке; например, стремление к росту, к престижу, к власти, принятие приоритетов социальной направленности, инициатива и др. Действительно, подобные импондерабельные факторы могут давать фирме дополнительные конкурентные преимущества, но могут и сопровождаться дополнительными затратами. Вот почему немецкие финансисты предлагают принимать их во внимание при оценке предприятий и инвестиционных проектов в целом. Подробнее об импондерабиях см. в работе [Крушвиц, 2001, с. 20–22]. Здесь же можно найти и одну из дефиниций: «Импондерабиями называется та информация об инвестициях, которая обрабатывается за рамками инвестиционных проектов» (смысл определения в том, что подобную информацию нельзя включить в расчеты ввиду ее неквантифицируемости или исключительной условности любой оценки, однако ее необходимо идентифицировать и принять во внимание при обосновании решений финансового характера). Таким образом, импондерабии существенным образом отличаются от нематериальных активов хотя бы тем, что ни при каких обстоятельствах не могут быть объектом формализованного учета.

ности фирмы и ее потенциальных возможностей, а потому рассмотрим более подробно ее сущность, оценку, представление.

Для начала приведем два примера. В консолидированном балансе известной нефтехимической корпорации «BP p.l.c.» (бывшая «British Petroleum»), составленном на 31 декабря 2002 г., гудвилл показан в сумме 10,44 млрд долл., что составляет 9,15% общей стоимости долгосрочных (внеоборотных) активов компании. В середине 80-х гг. XX в. британская фирма «Blue Arrow» приобрела американскую компанию «Manpower, Inc.», при этом британцы уплатили за компанию 1,3 млрд долл., в то время как стоимость ее чистых активов составила лишь 200 млн долл. Таким образом, покупатель приобрел не только материальные активы, но и некий нематериальный актив, причем цена последнего составила 1,1 млрд долл., т. е. 85% всей уплаченной за покупку цены. О подоплеке данной сделки можно лишь догадываться, однако с формальных позиций в результате сделки произошла покупка именно нематериального актива, т. е. актива, не имеющего материальной основы, но оцененного в сумму, значительно превышающую стоимость имущества приобретаемой фирмы, причитающуюся ее собственникам. Покупатель, уплатив запрашиваемую цену, тем самым счел ее реальной. Как же появляется подобный дорогой актив? В чем его природа?

Заметим прежде всего, что гудвилл – категория многозначная и вряд ли относимая к специфически бухгалтерским; ею с равным успехом оперируют юристы, финансисты и менеджеры. В бухгалтерский учет гудвилл пришел позже, нежели в юриспруденцию и в финансы. Практика развития бизнеса свидетельствует о том, что в современных условиях функции главного бухгалтера и финансового директора нередко пересекаются; более того, в небольших фирмах бухгалтеру зачастую приходится заниматься чисто финансовыми вопросами. Вряд ли можно оспорить утверждение о том, что необходимость владения финансовой проблематикой становится для бухгалтера все более насущной. Объявленная Россией адаптация отечественных бухгалтерских регулятивов к требованиям международных стандартов финансовой отчетности (кстати, документу в большей степени финансовому, нежели бухгалтерскому) также с неизбежностью приводит к более активному использованию в учете и анализе новых для российской практики учетных объектов. В их число входит деловая репутация организации, или гудвилл. В специальной литературе по бухгалтерскому учету и финансовому анализу эти термины подразумеваются как синонимы и представляют собой русскоязычные аналоги используемого в английском языке понятия «*goodwill*». Заметим, что мнения российских ученых в отношении предпочтительности применения того или иного варианта перевода этого термина разделились; что касается отечественных нормативных документов, то в них используется понятие «деловая репутация» (см., например, ПБУ 14/2000 «Учет нематериальных активов»). Понимая, что каждое из упомянутых названий име-

ет свои «плюсы» и «минусы», автор книги не убежден в том, что выбор методологии учета абсолютно безупречен (справедливости ради заметим, что этот выбор предопределен необходимостью следования регулятивам более высокого порядка. В частности, термин «деловая репутация» используется в ряде статей Гражданского кодекса РФ).

Согласно энциклопедическому словарю слово «репутация» дословно означает «создавшееся общее мнение о качестве, достоинствах и недостатках кого-либо, чего-нибудь». В контексте бизнес-отношений это понятие трансформируется в термин «деловая репутация», а смысл его, вероятно, заключается в том, что субъект (физическое или юридическое лицо), в отношении которого делается суждение о его репутации, производит продукт, оказывает услуги и отвечает по своим обязательствам в соответствии с принятыми нормами, причем чем выше качество продукта (услуг) и меньше вероятность нарушения принятых обязательств, тем выше репутация данного субъекта. Репутация, в том числе деловая, в подавляющем большинстве случаев представляет собой некватифицируемую категорию, т. е. она не имеет количественной оценки. Тем не менее оказалось, что в сделках, связанных с куплей-продажей фирмы как единого имущественного комплекса, появляются некоторые стоимостные оценки, которые условно можно увязать с неким нематериальным активом фирмы, имеющим отношение к ее деловой репутации. На самом деле, этот актив шире в смысловом наполнении, нежели категория «деловая репутация» в ее традиционном понимании. Не случайно, по-видимому, в английском языке и придуман специальный термин «*goodwill*». В подтверждение сказанного сошлемся на мнение В. Кама, которой к числу отдельных компонентов гудвилла относит, в частности, опыт и знания, превосходную управленческую команду, социальные и производственные связи, доброе имя и репутацию, имеющуюся клиентуру, блестящую организацию продажи производимой продукции, хорошую организацию труда и стратегическое расположение фирмы [Кам, р. 403–404].

Таким образом, основа гудвилла – это не только и не столько репутация в плане морально-этических и деловых качеств, сколько прежде всего мнение о целом комплексе характеристик фирмы, таких как качество продукции (услуг), технологическая культура, ноу-хау в системе организации производства и управления, добропорядочность в отношениях с контрагентами. Именно эти факторы являются уникальными для любой компании, нарабатываются в течение многих лет и существенным образом влияют на результативность финансово-хозяйственной деятельности. Вместе с тем (это будет показано ниже) важнейшей составной частью категории гудвилла (по крайней мере с позиции его оценки) является рыночная перспективность бизнеса, т. е. характеристика, имеющая в известном смысле внефирменное происхождение.

Кроме того, «*goodwill*» по сути является при некоторых обстоятельствах объектом купли-продажи, тогда как репутацию вряд ли

можно купить – ее можно заслужить, создать, потерять. Именно поэтому варваризм «гудвилл», т. е. прямое заимствование из английского языка соответствующего термина, представляется более предпочтительным, нежели не вполне адекватный перевод «деловая репутация» (точно так поступили немецкие специалисты: они заимствовали термин «*goodwill*» в английской транскрипции).

Рассмотрение смыслового содержания этого понятия и его роли в учете и анализе предварим краткой исторической справкой.

Одно из первых упоминаний о гудвилле¹ как экономической категории датируется 1571 г., когда это понятие впервые появилось в завещании одного британского бизнесмена в отношении принадлежавшей ему каменоломни. В течение последующих лет гудвилл как экономическая категория в явной или неявной форме все более активно использовался в юридической практике. Поначалу он олицетворялся с преимуществом территориального расположения некоторого объекта (например, магазина, лавки), а также с привычками, рутинной привязанностью населения округа к данному объекту. Однако в дальнейшем это понятие было расширено до любого фактора, позволяющего действующему предприятию иметь конкурентные преимущества перед вновь созданным предприятием с равновеликими производственными мощностями. Уже в середине XIX в. английский суд стал квалифицировать гудвилл как имущественное право, а потому возникла необходимость в его оценке и принятии к учету. В 1891 г. английский бухгалтер Ф. Мор (Francis More) впервые предложил оценивать гудвилл, исходя из генерируемых им дополнительных доходов [Кам, р. 401–403]. Так гудвилл вошел в учет. В связи с новой категорией одновременно появилось и множество проблем, основными из которых являются оценка гудвилла и его отражение в учете и отчетности.

В самом общем смысле *гудвилл* означает совокупность рассматриваемых как единое целое нематериальных факторов, которые в совокупности позволяют данной фирме иметь определенные конкурентные преимущества в отрасли и благодаря этому генерировать дополнительные доходы. В эту совокупность входят фирменное наименование компании, ее репутация, технологическая культура, связи с контрагентами, ноу-хау в области организации и управления, перспективность бизнеса и др.

Для понимания сути дела представим себе две гипотетические фирмы, вышедшие на рынки факторов производства и продукции с абсолютно равными исходными параметрами и возможностями. Все

¹ В приложении к бизнесу «*goodwill*» дословно означает «доброе отношение, доброе чувство потребителя некоторых товаров (услуг) к их производителю», обусловленное такими причинами, как высокое качество предлагаемых товаров (услуг), удобное месторасположение фирмы (изначально лавки), качественное (в том числе с неформальных позиций) обслуживание и др.

у них одинаково, однако спустя некоторое время финансовые результаты одной фирмы оказываются более значимыми, причем это становится тенденцией. Иными словами, складывается впечатление, что эта фирма обладает каким-то дополнительным фактором, неведь откуда появившимся. Это и есть гудвилл.

Из приведенного определения и примера следует, что гудвилл – это комплексная характеристика фирмы, неотъемлемая от нее по своей сути, весьма многоаспектная и сложная в идентификации и оценке. Поскольку в оценке гудвилла косвенно (через котировку акций) участвует рынок (т. е. внешний по отношению к фирме фактор), вполне естественно обособить два его компонента с условными названиями «внутрифирменный» и «внефирменный» (рис. 8.2).

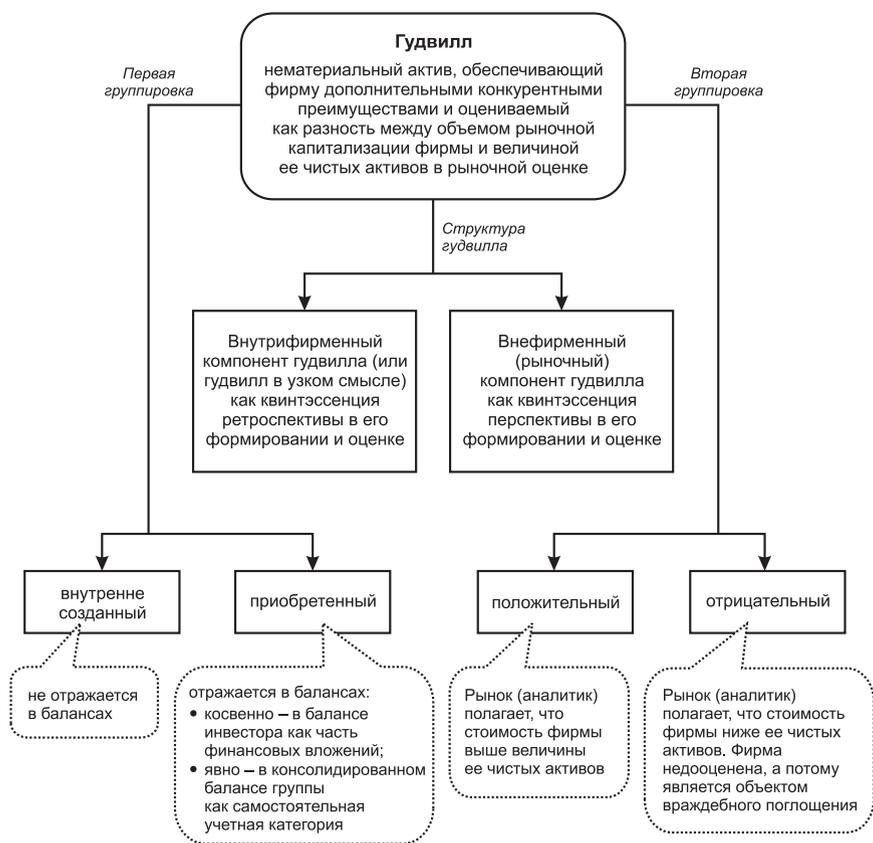


Рис. 8.2. Виды и структура гудвилла

С первым компонентом будем связывать упоминавшиеся выше внутренние наработки фирмы в области ведения бизнеса в целом, складывающиеся и шлифующиеся годами, т. е. те нематериальные

факторы, которые сложились в фирме как результат предшествующей ее деятельности. Со вторым компонентом будем связывать с очевидностью влияющие на стоимость фирмы текущие ожидания рынка в отношении перспектив ее развития. Именно первый компонент несет ту смысловую нагрузку, которая вкладывается отечественными регулятивами в понятие «деловая репутация», а потому условно его можно назвать гудвиллом в узком смысле. В плане оценки этот компонент относительно стабилен; иная ситуация с внефирменным компонентом, стоимостная оценка которого может весьма ощутимо варьировать.

Заметим прежде всего, что логика приведенного структурирования гудвилла оправдана. С одной стороны, любая фирма имеет уже наработанный потенциал, который в условиях динамичного развития фирмы в целом и методов управления ею вряд ли подвергнется существенной эрозии в обозримом будущем. (Управленческие технологии и культура ведения бизнеса нарабатываются тяжело и в течение долгого времени, вместе с тем их отличительной чертой является инерционность, ими дорожат, а потому этот фактор не может быть утерян моментно.) С другой стороны, существует фактор стоимости фирмы, обусловленный ожиданиями в отношении ее перспективности. (Удачно вложены деньги именно в этот бизнес. Тенденции экономики таковы, что именно этот бизнес будет в ближайшие годы сверхприбыльным. В качестве примера можно упомянуть о покупке земли, в недрах которой оказался чрезвычайно востребованный новыми технологиями природный элемент.) Таким образом, в отличие от первого компонента, отражающего ретроспективность, историзм причин и природы происхождения гудвилла, второй компонент аккумулирует в себе фактор надежды, ожидания, перспективности. Именно этим обстоятельством объясняется тот факт, что второй компонент имеет спекулятивный характер, в немалой степени он может формироваться участниками рынка, а потому его стоимостная оценка весьма вариабельна (ниже будут приведены примеры в подтверждение данного тезиса).

Строго говоря, гудвилл в узком смысле как квинтэссенцию ранее наработанного в области техники и технологии ведения бизнеса следовало бы отделить от внефирменного компонента, однако в практической плоскости (имеется в виду стоимостная оценка) разделить два компонента практически невозможно, поэтому они и рассматриваются как единый фактор – гудвилл. В целом первый компонент относительно устойчив по своей природе и оценке, тогда как второй компонент исключительно волатилен и имеет спекулятивную природу.

Известны две основные классификации гудвилла, обособляющие его разновидности с позиции отражения в отчетности и оценки. Суть этих классификаций такова.

В приложении к конкретной фирме можно говорить о двух видах гудвилла – внутренне созданном и приобретенном. Первый относится к собственно данной фирме, второй – к другой компании, но приобре-

тенной данной фирмой; первый не отражается в балансе данной фирмы, второй отражается, причем косвенно – в балансе фирмы (как элемент инвестиции в приобретенную компанию) и непосредственно – в консолидированном балансе группы.

Внутренне созданный гудвилл представляет собой тот нематериальный актив фирмы, который нарабатывается годами и позволяет ей в конце концов иметь вполне осязаемые конкурентные преимущества. С формальных позиций, он не приводится в балансе фирмы как обычный актив, но постоянно оценивается рынком, что находит свое отражение в рыночной цене ее ценных бумаг (главным образом, акций). Чем выше значение гудвилла (пока мы не уточняем, каким образом он оценивается), тем при прочих равных условиях выше и цена акции. Таким образом, приобретая акции некоей фирмы, любой инвестор платит и за ее гудвилл.

Внутренне созданный гудвилл теоретически можно рассчитать для любой компании, однако более или менее объективный результат может быть получен лишь в отношении компании, чьи ценные бумаги котируются на бирже. Для этого используются данные ликвидационного баланса, составленного в условиях фиктивной ликвидации; гудвилл будет равен разнице объема рыночной капитализации фирмы и величины ее чистых активов в рыночной оценке. Если эта разница положительна, то это означает, что рынок оценивает фирму более высоко, нежели суммарная оценка ее чистых активов, т. е. у фирмы имеется некий формально неучтенный актив, в роли которого выступает положительный гудвилл. Любая успешно работающая фирма должна иметь положительный внутренне созданный гудвилл. В противном случае она может стать объектом враждебного поглощения с целью распродажи ее активов по частям, поскольку отрицательный гудвилл означает, что суммарная рыночная оценка чистых активов превосходит цену, по которой оценивает фирму рынок (о такой фирме говорят, что ее активы недооценены), т. е. выгодно купить фирму с намерением, например, последующей ее ликвидации и распродажи активов.

В странах с развитыми рынками капитала сформировался даже специальный бизнес по выявлению фирм с недооцененными активами и их поглощению, а его представителей называют *рейдерами*¹. В подавляющем большинстве случаев подобные поглощения вызывают сопро-

¹ Рейдер (*raider*) – дословно: налетчик. Этим термином называют специалистов по поиску на фондовом рынке акций недооцененных рынком компаний (т. е. акций, по мнению рейдеров, заниженных в цене. Это мнение может складываться, например, на основе инсайдерской информации, т. е. сведений, недоступных широкой публике). После агрессивной скупки недооцененных акций и завладения контрольным пакетом рейдеры могут поступать двояко. Один вариант подразумевает реструктурирование фирмы, освобождение от непрофильных активов, кардинальное улучшение системы управления и другие мероприятия, способствующие повышению эффективности работы фирмы и росту ее рыночной стоимости. По достижении нужных ценовых характеристик фирма продается. Другой вариант предполагает более прямолинейную схему действий: фирма распродается по частям.

тивление администрации поглощаемой фирмы и ее совета директоров и квалифицируются как враждебные. Цели подобного поглощения могут быть разными, причем ликвидация фирмы с распродажей ее активов не является приоритетной целью. Нередко рейдеры действуют по заказу крупного клиента, намеревающегося в результате операции создать крупный концерн. Что касается цели собственно рейдера, то она очевидна: обогатиться за счет последующей перепродажи фирмы после наведения порядка в ее активах и операциях. Весьма ярко кредо рейдеров выразил топ-менеджер известной фирмы «Goodyear» Р. Мерсер: «Отдайте мне ваши недооцененные активы, ваши ассигнования на технологию, исследования и разработки, надежды и устремления ваших работников, ваши связи с потребителями, ваши пенсионные фонды – и я обогащусь сам и обогащу тех, кто устроит эту сделку» [Милгром, Робертс, т. 2. с. 220]. Отрицательный гудвилл означает по сути неудовлетворительную оценку деятельности топ-менеджеров фирмы; именно поэтому последние, естественно, не приветствуют враждебные поглощения, поскольку в этом случае шансов остаться на своих местах у них, как правило, немного.

Внутренне созданный гудвилл не может быть признан как актив, т. е. фирма не вправе вводить его в свой баланс. Например, фирма может делать солидные вложения в развитие своей материально-технической базы, имея целью повысить свой имидж (например, это отчетливо проявляется в гостиничном хозяйстве), однако это не приведет к появлению гудвилла на балансе. И лишь в случае если фирма будет продана, ее гудвилл уже будет прямо или косвенно отражаться на балансе покупателя.

Подчеркнем, что внутренне созданный гудвилл не может одновременно возникнуть сам по себе, например, из желания оценить некую репутацию фирмы, якобы создававшуюся в течение многих лет деятельности компании, и привести ее в активе баланса. Он может появиться исключительно в результате купли-продажи компании в целях формирования корпоративной группы. Тем не менее для компании, котирующей акции на фондовом рынке, периодический расчет внутренне созданного гудвилла весьма полезен, в том числе как профилактическое средство, выявление своеобразного индикатора резерва безопасности перед возможным враждебным поглощением.

Поскольку любая фирма имеет внутренне созданный гудвилл, то все операции, связанные с изменением состава и (или) структуры ее участников (акционеров), сопровождаются прямой или косвенной платой за этот гудвилл. Таким образом, приобретая акцию некоторой фирмы и отражая ее в балансе как финансовый актив, инвестор показывает причитающуюся ему стоимостную оценку доли чистых активов фирмы и ее гудвилла. Имеет место косвенное отражение гудвилла фирмы, в капитале которой данный инвестор принимает участие.

В случае приобретения контроля над компанией как единым имущественным комплексом (напомним, что в этом случае формируется так называемая корпоративная группа как совокупность компаний, одна из которых – материнская – контролирует деятельность других компаний группы – дочерних) стоимостная оценка приобретенного гудвилла отражается покупателем, причем по-разному, в зависимости от того, какой баланс составляется. Так, в отчетности материнской компании гудвилл «дочек» не выделяется, а входит составной частью в сумму инвестиций в дочерние компании. В консолидированной отчетности упомянутая сумма инвестиций детализируется, а потому гудвилл будет присутствовать отдельной статьёй¹. Приобретенный гудвилл в известном смысле уравнивается в правах с долгосрочными материальными активами, а потому он, как правило, амортизируется в течение срока полезной службы (согласно МСФО 22 «Объединение компаний» в течение не более чем 20 лет).

Как уже отмечалось, для успешно функционирующей фирмы нормальным является наличие положительного внутренне созданного гудвилла, а его созидательная роль недвусмысленно признается бухгалтерскими регулятивами. Проявляется это в том, что приобретенный гудвилл отражается в активе. Как известно, по определению *активы* – это ресурсы фирмы, выражаемые в денежном измерителе, сложившиеся в результате событий прошлых периодов, принадлежащие ей на праве собственности или контролируемые ею, обещающие получение дохода в будущем. Иными словами, отражение гудвилла в активе говорит о том, что этот актив обещает в будущем доходы.

То, что подобный актив в отношении к любой фирме существует, не вызывает сомнения. Но он не только существует, но и ощутимым образом может влиять на стоимость бизнеса, а потому возникает вполне естественный вопрос о его оценке и возможностях управления. В учете известны два основных подхода к определению стоимостной оценки некоторого актива. Первый подход отдает предпочтение *себе-стоимости* (или исторической цене), под которой понимается стоимостная оценка расхода или оплаты ресурсов, использованных или привлеченных предприятием для производства или приобретения оцениваемого объекта.

В соответствии со вторым подходом более уместно применение *справедливой стоимости* как характеристики объекта, определяющей его сравнительную значимость в потенциальных или фактических рыночных операциях в условиях полной информированности участников сделки, их неангажированности и свободы в принятии решения. Спра-

¹ Соответствующий иллюстративный пример, объясняющий логику и алгоритмы составления консолидированной отчетности, можно найти в работе [Ковалев В., Ковалев Вит., 2005, гл. 5].

ведливая стоимость численно выражается минимальной суммой денежных средств, достаточной для приобретения актива или исполнения обязательства при совершении невынужденной сделки между хорошо осведомленными, действительно желающими совершить такую сделку, независимыми друг от друга сторонами. Существенными условиями сделки являются независимость сторон, осведомленность сторон, невынужденный характер сделки, доступность и публичность информации, на основе которой совершается сделка. При наличии активного¹ рынка (его определение приведено в ст. 7 МСФО 38 «Нематериальные активы») в качестве справедливой берется рыночная цена. Вместе с тем рыночная цена не является справедливой стоимостью в полном смысле этого слова, поскольку: (а) любой рынок не совершенен; (б) даже при наличии совершенного рынка достоверная оценка экономической ценности невозможна, так как подобная оценка предполагается в отношении конкретных активов, абсолютно точных аналогов которых найти невозможно. Строго говоря, справедливость (и то в известном смысле) может быть достигнута лишь в отношении активов, точные аналоги которых торгуются на рынке. Такими активами являются рыночные ценные бумаги, и потому лишь в отношении их можно говорить о справедливости в случае применения рыночных цен. Все другие активы в подавляющем большинстве случаев не имеют активного рынка, а потому справедливость оценки (а таковой выступает суждение оценщика) исключительно условна (особенно если мы примем во внимание уровень профессионализма отечественных оценщиков).

Принципиальная разница между упомянутыми подходами, отдающими приоритет соответственно себестоимости справедливой стоимости, в том, что в первом случае оценка ведется с позиции прошлого, т. е. вложенных в производство оцениваемого актива затрат, а во втором – с позиции будущего, т. е. тех доходов, которые ожидаются к получению благодаря владению оцениваемым активом.

В отношении гудвилла первый подход, т. е. ориентация на затраты, практически не применим. Во-первых, гудвилл создается годами, в течение всей жизни компании, а потому его оценка постоянно уточняется и изменяется. Во-вторых, затраты, связанные с его созданием, практически невозможно идентифицировать, в частности, и потому, что здесь имеет место эффект рекуррентности, когда в наращивании стои-

¹ В теориях учета и финансов используются понятия «активный рынок» и «эффективный рынок». Активность означает наличие большого числа операций купли-продажи данного актива. Эффективность означает информационную насыщенность рынка и равнодоступность информации для его участников. Строгие дефиниции можно найти, например, в работе [Ковалев В., Ковалев Вит., 2006].

мости гудвилла участвует он сам (некий аналог схемы сложных процентов).

Таким образом, остается воспользоваться вторым подходом, когда величина гудвилла оценивается как дисконтированная стоимость превышения ожидаемых доходов данной компании над доходами в среднем по отрасли. Формально эта оценка может быть выполнена по формуле

$$PV_g = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{CF_k}{(1+r)^k}, \quad (8.1)$$

где PV_g – стоимостная оценка гудвилла;

CF_k – доход в k -м году, обусловленный гудвиллом;

r – коэффициент дисконтирования (для простоты принят равным по годам).

К сожалению, воспользоваться приведенной формулой для оценки гудвилла конкретной фирмы практически невозможно, а потому более реалистична следующая формула, согласно которой величина гудвилла находится как разность между стоимостью фирмы (т. е. ее рыночной капитализацией) и величиной ее чистых активов в рыночной оценке:

$$PV_g = PV_c - PV_{nam}, \quad (8.2)$$

где PV_c – стоимость фирмы;

PV_{nam} – стоимость чистых активов фирмы в рыночной оценке.

Переход к рыночным оценкам для расчета величины гудвилла сопровождается одной весьма существенной условностью. В формуле (8.2) первое слагаемое исключительно волатильно, т. е. его оценка может колебаться более значимо по сравнению со вторым слагаемым. В оценку гудвилла по такому алгоритму вмешиваются (причем весьма существенно) рыночные ожидания в отношении фирмы в целом. Иными словами, при определенных обстоятельствах внефирменный компонент гудвилла (см. рис. 8.2) может оказывать подавляюще значимое влияние на оценку гудвилла в целом. (Вспомним банкротство ряда американских супер-корпораций, например, «Enron», рыночные капитализации которых уменьшались в десятки раз, причем очень быстрыми темпами.)

Строго говоря, формула (8.2) не столь проста в реализации. Действительно, прежде всего надо найти стоимость фирмы. Как известно, в теории оценивания описаны три подхода (метода) к оценке стоимости фирмы¹:

¹ Подробнее см.: [Валдайцев, 2004].

- сравнительный (на рынке подыскивается сделка по фактической продаже фирмы, аналогичной фирме оцениваемой; стоимость проданной фирмы-аналога и берется за ориентир при расчете стоимости оцениваемой фирмы);
- затратный (в основе метода – оценка текущей рыночной стоимости воспроизводства активов фирмы);
- доходный (в основе метода – оценка дисконтированных доходов фирмы, ожидаемых к получению в будущем).

Считается, что третий метод является наиболее обоснованным. Если это так, то сразу же возникает вопрос: а чем же формула (8.2) тогда предпочтительнее по сравнению с формулой (8.1)? С позиции счетной техники – ничем, однако в плане обоснованности доступных для расчета данных она представляется более реалистичной. Действительно, формула (8.1) предполагает обособление доходов, обусловленных именно гудвиллом фирмы, тогда как для расчета по формуле (8.2) надо спрогнозировать все доходы фирмы в целом. Безусловно, последняя задача не столь очевидна, тем не менее она более реалистична.

Нахождение второго слагаемого в формуле (8.2) сопряжено с определенными трудностями. Напомним: под чистыми активами понимается стоимостная оценка имущества организации после формального или фактического удовлетворения всех требований третьих лиц¹. В практическом плане PV_{nam} находится как разность между рыночной оценкой активов фирмы (PV_{am}) и задолженностью фирмы перед сторонними лицами (PV_{cr}).

$$PV_{nam} = PV_{am} - PV_{cr}. \quad (8.3)$$

Второе слагаемое в формуле (8.3) – долгосрочная и краткосрочная кредиторские задолженности – определено и зафиксировано в учете. Что касается оценки PV_{am} , то здесь подразумевается справедливая стоимость активов фирмы (в практическом плане она может исчисляться либо как комбинация рыночных оценок для активов, по которым существует рынок, и оценок, предоставленных профессиональными оценщиками, для прочих активов, либо как оценка профессиональных оценщиков для всех активов).

Таким образом, последовательность действий по оценке приобретаемого гудвила такова. Одним из наиболее распространенных методов объединения бизнеса является так называемый метод покупки, когда некая компания *AA* покупает контрольный пакет акций компании *BB*, т. е. создается корпоративная группа, в которой *AA* является материнской компаний, а *BB* – дочерней; при этом юридическая самостоя-

¹ Понятие чистых активов подробно рассматривается в разд. 9.3.1 работы [Ковалев, 2006(а)]; алгоритм расчета чистых активов приведен в Приложении 5.

тельность компаний не нарушается. Традиционно покупка осуществляется по следующей схеме (укрупненный алгоритм): (1) активы компании *ВВ* переоцениваются по рыночным ценам; (2) рассчитывается величина чистых активов, т. е. из рыночной оценки активов *ВВ* вычитается вся кредиторская задолженность; (3) полученная сумма сравнивается с уплаченной суммой денежных средств (рыночной ценой покупки); (4) если рыночная цена превышает стоимость чистых активов (что чаще всего и имеет место), появляется гудвилл (положительный), численно равный разнице между этими показателями.

В балансе материнской компании факт покупки отражается в статье «Инвестиции (долгосрочные финансовые вложения)», но при составлении консолидированной отчетности эта статья по специальным алгоритмам расшифровывается, в результате на балансе группы появляются активы дочерней компании и гудвилл.

Трактовка приобретенного гудвилла и его отражение в учете и отчетности различаются по странам. В принципе, понятно, что возможен один из четырех вариантов его учета, базирующихся соответственно на признании гудвилла в качестве либо актива, либо некоторого расхода; два варианта предполагают капитализацию гудвилла, два других – его немедленное списание.

По первому варианту гудвилл должен капитализироваться, но он не подлежит амортизации. Два аргумента выдвигаются в обоснование: во-первых, невозможно предложить разумную и обоснованную схему производства амортизационных отчислений; во-вторых, если исходить из стандартного принципа непрерывно действующего предприятия и предпосылки о том, что приобретенный хозяйствующий субъект должен эффективно функционировать, то его гудвилл не только не уменьшается, но увеличивается, а потому любая его амортизация выглядит искусственной. Непринятие амортизации вовсе не означает, что оценка гудвилла консервируется раз и навсегда. Предполагается, что этот актив должен подвергаться периодическому тестированию в отношении возможного обесценения.

По второму варианту гудвилл капитализируется, т. е. показывается в балансе как долгосрочный актив, и амортизируется. Основным аргументом таков. Любой актив отражается в балансе только в том случае, если он обещает генерирование доходов в будущем. Согласно одному из принципов бухгалтерского учета при расчете прибыли за очередной отчетный период необходимо соотносить полученные доходы с затратами, понесенными на генерирование этих доходов, а потому в составе этих затрат должна быть представлена и некоторая их часть, относящаяся к гудвиллу как одному из факторов полученных доходов; т. е. следует предложить некоторую схему амортизации гудвилла и воспользоваться ею. Что касается вновь появляющегося гудвилла, свя-

занного с функционированием купленной фирмы, то он постепенно вытесняет старый гудвилл, но уже должен трактоваться как внутренне созданный гудвилл и потому не может отражаться на балансе. Иными словами, старый гудвилл амортизируется, а новый гудвилл постепенно формируется и проявится лишь в текущих котировках акций и в случае перепродажи купленной фирмы.

По третьему варианту гудвилл трактуется как расходы текущего периода и подлежит немедленному списанию. Аргументация такова. Гудвилл вряд ли можно трактовать как полноценный актив: он не имеет материальной основы, его нельзя продать по отдельности, его оценка все время колеблется, а потому нельзя с уверенностью сказать, какая ее часть должна быть отнесена на затраты в очередном отчетном периоде. Проще и понятнее сразу списать его на затраты или на уменьшение ранее сделанных резервов (например, нераспределенной прибыли).

Четвертый вариант близок к третьему и трактует гудвилл как специфический фактор уменьшения капитала собственников, что предполагает его немедленное списание за счет добавочного капитала.

В теории учета существуют и более детальные аргументы в пользу каждого из упомянутых способов признания гудвилла и отражения его в учете и отчетности. Безусловно, из перечисленных вариантов наиболее предпочтительны те, которые позволяют уменьшать налогооблагаемую прибыль. Это теория. Что касается практики, то она различается по странам. Так, в США и Германии гудвилл можно амортизировать в течение 40 лет, в Испании – 10 лет; во Франции формальных ограничений по срокам списания гудвилла нет, однако большинство фирм укладываются в срок 20–40 лет; в Великобритании гудвилл рекомендуют списывать за счет резервов материнской компании, однако не запрещена и его амортизация¹.

Итак, можно подвести некоторые итоги в отношении гудвилла, его оценки и представления в отчетности. Как показано выше, гудвилл – исключительно важная и абсолютно рыночная категория, однако в отличие от других активов, торгуемых на рынке, он обладает несколькими специфическими особенностями. Гудвилл:

- является по сути одним из наиболее показательных критериев оценки работы топ-менеджеров, характеризующим приращение стоимости фирмы, достигнутое благодаря эффективному управлению;
- не имеет материальной субстанции;
- абсолютно уникален;

¹ О подходах к списанию гудвилла в других странах см.: [Блейк, Аман].

- не отчуждаем от фирмы, т. е. его нельзя передать во временное пользование или продать как самостоятельную ценность, а потому он имеет ценность лишь в контексте фирмы, т. е. в комплексе со всеми ее составными частями – имуществом, капиталом, обязательствами, менеджментом и др.;
- имеет двойственную природу;
- не может непосредственно использоваться в производственно-коммерческой деятельности;
- не очевиден в плане идентификации расходов по формированию данного ресурса;
- объективно квантифицируем лишь при определенных обстоятельствах;
- исключительно вариабелен в оценке по сравнению с другими активами фирмы;
- является одним из ключевых показателей в оценке инвестиционной привлекательности фирмы.

Сделаем краткий комментарий к перечисленным особенностям гудвилла.

Гудвилл как индикатор создания дополнительной ценности. Как известно, в условиях развитой рыночной экономики, одной из характерных черт которой является разделение функций, проистекающих из прав собственности и экономического контроля, весьма остро стоит вопрос об оценке эффективности работы наемного персонала (особенно топ-менеджеров). Соответствующая проблематика обсуждалась в рамках агентской теории (см. разд. 2.3). Что касается значимости финансовой компоненты системы управления финансами, то финансовый менеджмент имеет непосредственное отношение к созданию экономической ценности (или богатства) и управлению ее величиной, причем результаты деятельности топ-менеджеров (большинство действий таких менеджеров имеют финансовую природу) могут иметь различные последствия для собственников фирмы. Так, американские авторы приводят весьма показательный пример в отношении двух известных фирм – крупной фармацевтической компании «Merck» и автогиганта «General Motors». На конец 1998 г. совокупная рыночная ценность «Merck» составляла 153 млрд долл., причем за время существования фирмы ее собственники вложили в бизнес около 30 млрд долл. Это означает, что менеджменту компании удалось нарастить бизнес (т. е. создать дополнительную ценность для акционеров) в сумме 123 млрд долл. Напротив, рыночная капитализация «General Motors» составила 67 млрд долл., при этом ее собственники инвестировали в фирму около 85 млрд долл., т. е. ее топ-менеджеры не только не нарастили совокупную ценность, но и принесли потери собственникам в сумме 18 млрд долл. [Keon, Martin, Petty, Scott, p. 2].

Несложно понять, что в фирме «Merck» имеет место положительный гудвилл. Совокупная величина чистых активов, инициированных собственниками, составила 30 млрд долл., а общую сумму наращенной рыночной капитализации в сумме 123 млрд долл. можно разделить на четыре компонента:

- реинвестированная (т. е. не изъятая собственниками) прибыль;
- влияние фактора инфляции (активы растут в цене, что с формальной позиции приводит к росту добавочного капитала, а в неформальном смысле безусловно сказывается на текущей цене акций);
- гудвилл как квинтэссенция приобретенного фирмой с годами позитивного потенциала в виде ноу-хау, репутации, эффективной системы управления, грамотных кадров и т. п. (как уже упоминалось, его можно трактовать как гудвилл в узком смысле);
- ожидания перспективности бизнеса (в принципе, этот компонент также можно рассматривать как составную часть гудвилла, понимаемого в широком смысле и охватывающего как нарабатанный ранее потенциал, так и ожидания в отношении данной фирмы).

Следовательно, общее изменение рыночной капитализации (Δ_{mc}) можно представить как четырехфакторную аддитивную модель, в которой факторами выступают приращения за счет реинвестированной прибыли (Δ_{pr}), инфляции (Δ_i), гудвилла в узком смысле (Δ_g), ожиданий рынка (Δ_{me}):

$$\Delta_{mc} = \Delta_{pr} + \Delta_i + \Delta_g + \Delta_{me}. \quad (8.4)$$

Безусловно, структурные зависимости между означенными компонентами могут иметь разный характер, а в наиболее типовом и приемлемом варианте все это приращения, причем наибольший вклад, естественно, должен принадлежать фактору «реинвестированная прибыль».

Относительно следующих факторов рассуждения могут быть таковы. Инфляция является общемировой тенденцией (отчасти рост цен стимулирует инвестиционную деятельность, т. е. умеренная инфляция выгодна), а потому вклад этого фактора (Δ_i) обычно положителен. Если инфляция в данной стране высока, то вклад фактора в наращивание рыночной капитализации может быть весьма существенным. Кроме того, в значительной степени этот фактор является внешним, т. е. (с позиции фирмы) малоуправляемым. Гудвилл в узком смысле (т. е. то, что в российских регулятивах и специальной литературе называется деловой репутацией) в успешно работающей фирме с годами наращивается, однако темпы этого наращивания не могут быть слишком быстрыми, т. е. вклад этого фактора (Δ_g) скорее всего весьма умерен. По-

следний фактор имеет спекулятивную природу, а вариабельность рыночной капитализации определяется именно его вкладом (Δ_{me}). Супербыстрые изменения рыночной капитализации ряда американских фирм («Enron», «WorldCom» и др.), имевшие место в конце 2001 г. – начале 2002 г., в немалой степени обусловлены влиянием этого фактора (безусловно, данный фактор не является единственным; в частности, подавляюще значимую роль естественно сыграл фактор неуверенности рынка в реальности представленной менеджерами информации об активах, обязательствах и прибылях фирм)¹. Вообще, если говорить о факторе рыночных ожиданий, то роль его может быть исключительно значимой как в положительном, так и в отрицательном смысле. Так, сам факт попадания некоей фирмы в рейтинги крупнейших корпораций мира, ее выход на ведущие фондовые биржи и другие подобные события могут существенно сказаться на быстром росте ее капитализации, и наоборот.

Весьма показательные примеры с гудвиллом как характеристикой и фактором наращивания богатства собственников имеются в российской экономике. По мнению генерального директора петербургской энергетической компании «Ленэнерго», рентабельность подобного бизнеса редко превышает 5%, вместе с тем за последние 3 года капитализация компании выросла как минимум в 5 раз. Руководство известной фирмы «ЮКОС» полагает, что за последние 2 года фирма инвестировала в формирование своей деловой репутации примерно 300 млн долл. и только за счет этого фактора добилась роста капитализации на 7 млрд долл.²

Модель (8.4) имеет прежде всего познавательное значение. Что касается исчисления значений приращений по модели (8.4), то оно возможно с определенными оговорками. Если первые два фактора еще как-то поддаются количественной оценке (данные о реинвестированной прибыли и темпах инфляции доступны, а определенную сложность имеет лишь учет фактора инфляции), то обоснованно и разумно распределить остаток приращения на оставшиеся факторы (гудвилл в узком смысле и ожидания рынка) не только затруднительно, но и вряд ли целесообразно. Поэтому часть общего изменения рыночной капитализации, полученная в результате элиминирования первых

¹ Так, акции компании «Enron» в течение октября–ноября 2001 г. потеряли более 80% стоимости, и фирма была объявлена банкротом (Ведомости. 2001. 14 дек.). Очевидно, что за этот период ни активы фирмы, ни присущий ее управленческому персоналу уровень технологической культуры управления бизнесом не могли претерпеть сколько-нибудь серьезных изменений, а потому основной вклад в падение уровня рыночной капитализации, безусловно, вносит внефирменный компонент ее стоимостной оценки, т. е. рыночные ожидания участников рынка.

² Эксперт. Северо-Запад. 2003. 2 июня. № 20.

двух факторов, в полном объеме можно трактовать как вклад гудвилла, понимаемого в широком смысле.

Гудвилл как один из индикаторов создания дополнительной ценности можно рассматривать и как результат проявления синергетического эффекта, являющегося одним из неотъемлемых атрибутов любой операции по слиянию бизнесов, в результате которой, как известно, происходит количественное оценивание гудвилла. Действительно, любое объединение бизнесов (дружественное или нет) имеет своей конечной целью повышение совокупной ценности фирмы, что может быть выражено следующей моделью:

$$V_{AB} = V_A + V_B + Syn, \quad (8.5)$$

где V_{AB} – стоимость (ценность) объединенной фирмы;
 V_A – стоимость (ценность) фирмы A до момента объединения;
 V_B – стоимость (ценность) фирмы B до момента объединения;
 Syn – синергетический эффект.

Синергетический эффект появляется за счет роста объемов производства и (или) снижения затрат (например, уменьшение коммерческих расходов, дублирующих производств, расходов на рекламу, повышение резервного заемного потенциала¹ новой крупной фирмы). Его проявление в случае обоснованности и оправданности объединения бизнесов постепенно, причем происходит наращивание в основном чистых активов новой фирмы. Вместе с тем, поскольку ценность материальных активов объединенных компаний на момент окончания объединительных процедур существенно не меняется, в случае появления значимого синергетического эффекта речь действительно может идти о повышении технологической культуры, т. е. об изменении гудвилла. Тем не менее проблема соотношения гудвилла и синергетического эффекта еще требует своего теоретического обоснования.

Нематериальный характер гудвилла. Это самая очевидная и легко интерпретируемая характеристика гудвилла. Данный актив сам по себе нельзя ни видеть, ни ощущать, а потому понятие «нематериаль-

¹ Напомним, что под *резервным заемным потенциалом* фирмы понимается ее способность в случае необходимости привлекать финансовые ресурсы на приемлемых условиях. Единого количественного критерия его оценки не существует. Что касается причины проявления финансового синергизма при объединении бизнесов, то она очевидна: более крупная фирма всегда имеет и большие обеспечительные возможности, что позволяет привлекать ей в большем объеме заемный капитал, представляющий собой более дешевый источник по сравнению с капиталом собственным (проценты списываются на затраты), что и приводит к дополнительным финансовым результатам. В какой степени полученный эффект может быть отнесен к гудвиллу – вновь большой вопрос.

ность»¹ подходит к нему в полном объеме. Тем не менее гудвилл не вполне вписывается в круг нематериальных активов (как это определено, например, в ПБУ 14/2000), поскольку его нельзя идентифицировать (т. е. отделить) среди других элементов имущества фирмы.

Уникальность гудвилла. Любая фирма располагает множеством активов; в той или иной степени эти активы имеют свои аналоги как в самой фирме, так и в других видах бизнеса. Иное дело с гудвиллом, представляющим собой абсолютно уникальный актив. Причина подобной уникальности заключается в том, что он является, во-первых, особой характеристикой конкретной фирмы, которая не повторяема сама по себе; во-вторых, представляет собой совокупность компонентов, большинство из которых (если не все) с очевидностью не могут быть воспроизведены с абсолютной похожестью. Уникальность гудвилла и в том, что это единственный актив фирмы, который несомненно приносит ей доход и в то же время не отражается на ее балансе (в данном случае речь идет о внутренне созданном гудвилле). Наконец, вряд ли можно сказать с определенностью, когда появляется гудвилл, когда влияние его становится значимым.

Гудвилл как неотторгаемая характеристика фирмы. Будучи потенциально рыночным товаром, гудвилл не может продаваться сам по себе, т. е. эта категория – неотторгаемая характеристика фирмы. Гудвилл близок по смыслу к понятиям «репутация», «торговая марка», но все же отличается от них по многим параметрам. Выше приводились различия между гудвиллом и репутацией; что касается торговой марки, то она, в отличие от репутации, уже может служить объектом купли-продажи (это реализуется в системе франчайзинга²), причем сама по себе, что невозможно в отношении гудвилла. Как следствие неотторгаемости, ценность гудвилла проявляется лишь в контексте фирмы. Имеется в виду следующее. Любой актив фирмы имеет ценность сам по себе, т. е. даже будучи отторгнутым от фирмы он продолжает иметь определенную ценность. Иное дело с гудвиллом, который не может быть оценен в отрыве от фирмы. Неотторгаемость гудвилла имеет следствием и то, что этот актив относят к категории нематериальных лишь с известной степенью условности.

¹ Заметим, что понятие «материальность-нематериальность» обычно сводится к наличию-отсутствию молекулярной структуры характеризуемого объекта. Существует и более широкая трактовка, согласно которой любой актив фирмы можно представлять лишь как ожидание возможных в будущем денежных поступлений, вероятность появления которых, естественно, не равна 1. Отсюда вывод: в подобной трактовке любой актив по сути является нематериальным (см.: [The History of Accounting, p. 282]).

² О франчайзинге см. разд. 21.6.4. работы [Ковалев, 2006(а)]

Двойственный характер гудвилла. Об этой особенности гудвилла можно говорить в двух аспектах – с позиции его оценки и с позиции его представления в отчетности. Суть первого аспекта в том, что гудвилл может быть оценен лишь теоретически, а может иметь и фактическую оценку, причем если в течение своей жизни фирма ни разу не была куплена как единый имущественный комплекс, то ее гудвилл так и не получит фактической оценки (к категории подобных фирм можно отнести все суперкорпорации). Двойственность гудвилла предопределяется его потенциальной способностью трансформироваться из формально не квантифицированного в фактически квантифицированный актив. Пока в отношении фирмы не проводится операция купли-продажи, присущий ей внутренне созданный гудвилл не имеет формально обоснованной количественной оценки.

Двойственность гудвилла в плане его представления в отчетности определяется тем, что любая фирма, помимо собственного, как правило, обладает одним или несколькими приобретенными гудвиллами. Если собственный гудвилл ни при каких условиях не может появиться в балансе, с гудвиллами приобретенными ситуация диаметрально противоположная: они будут отражены как самостоятельные активы, но лишь в консолидированном балансе. Яркий пример возможного недоразумения можно показать на цитировавшемся выше положении ПБУ 14/2000, согласно которому «в составе нематериальных активов учитывается также деловая репутация организации». В свете приведенных выше рассуждений очевидно, что данное утверждение относится не к внутренне созданному, а лишь к приобретенному гудвиллу.

Определенная двусмысленность в понимании двойственного характера гудвилла в плане отражения его в отчетности возникает в том случае, когда фирма *АА* приобретает некое предприятие *ВВ* и лишает его юридической самостоятельности, хотя, не исключено, оно в течение некоторого времени может продолжать свои операции, являясь по сути внутренним подразделением фирмы. Нельзя ли в этом случае утверждать, что на балансе *АА* в явном виде должен быть представлен гудвилл фирмы *ВВ*, если таковой имел место на момент ее приобретения? На наш взгляд – нет, а аргументация в кратком изложении такова.

Ключевым является утверждение о том, что гудвилл есть характеристика, имманентно присущая фирме как самостоятельному функционирующему организму (субъекту делового мира). Иными словами, нет фирмы – нет гудвилла. Отсюда с очевидностью следует, что приобретение фирмы *ВВ* с намерением ее ликвидации как самостоятельного хозяйствующего субъекта надо трактовать как покупку некоей совокупности активов, а превышение цены, уплаченной за эту совокупность, по сравнению с рыночной стоимостью приобретенных активов

(очищенной от задолженности перед кредиторами), – как банальную переплату. Эту переплату можно отражать в балансе фирмы *АА* одним из способов: либо распределив эту сумму по некоторому алгоритму между приобретенными активами, либо показав ее как некий псевдоактив. Оба варианта представляются весьма сомнительными. Первый вариант допустим, но вряд ли приемлем, поскольку может приводить к существенным искажениям стоимостной оценки активов. (Вспомним пример с компанией «Manpower, Inc.», когда стоимость переплаты за чистые активы составила 85% уплаченной цены.) Что касается отражения переплаты в виде псевдоактива, то подобное также вряд ли оправданно. Дело в том, что, во-первых, сам по себе этот псевдоактив не обещает в будущем доходов; во-вторых, он не принимается во внимание при исчислении налога на прибыль, а потому держать его на балансе бессмысленно; целесообразно списать его в уменьшение капитала (т. е. в уменьшение добавочного капитала, нераспределенной прибыли или фондов, сформированных за счет реинвестированной прибыли). Заметим, что даже если расформирование фирмы *ВВ* произошло некоторое время спустя после ее покупки, ее гудвилл, присутствовавший косвенно в активе баланса фирмы *АА* как часть сделанной инвестиции, после расформирования фирмы *ВВ* немедленно получает иную трактовку, а именно регулятива к собственным источникам фирмы *АА*, а потому подлежит изъятию из баланса. Таким образом, соответствующей суммы не должно быть ни в балансе фирмы *АА*, ни в консолидированном балансе.

Итак, подведем итог. Ситуации, когда приобретенная компания продолжает функционировать как самостоятельное юридическое лицо в составе корпоративной группы или прекращает свою деятельность, а ее активы используются купившей ее фирмой, принципиально различаются как по организационно-правовым последствиям, так и по экономической сути (в плане генерирования возможных доходов), а потому учет и отражение переплаты за приобретенные активы должны иметь различающиеся логику и технику. Действительно, приобретенная фирма продолжает функционировать, т. е. ее гудвилл, как и прочие активы, продолжает работать на получение доходов и потому имеет право быть отраженным в балансах материнской фирмы (косвенно) и консолидированном (непосредственно). Если нет фирмы, нет и присущего ей гудвилла, а потому переплата становится самостоятельным активом (точнее, псевдоактивом), который уже не участвует в генерировании доходов и потому не может быть представлен в балансе.

Невозможность использования гудвилла в производственно-коммерческой деятельности. Любой актив приобретается фирмой, если в результате вовлечения его в производственный цикл фирма по-

лучит дополнительный доход. Чем дороже актив, тем больше должна быть отдача, чтобы компенсировать понесенные на приобретение актива расходы. Как уже упоминалось, гудвилл нередко является весьма дорогостоящим активом, однако в отличие от обычных ресурсных факторов, он не принимает непосредственного участия в деятельности фирмы. Его вклад в генерирование доходов опосредован. Именно поэтому считается, что гудвилл – это феномен бизнес-организации в целом, а не конкретного технологического процесса.

Неочевидность идентификации расходов по формированию гудвилла. Одна из самых примечательных особенностей внутренне созданного гудвилла – не ясны ни момент, когда начинается зарождаться гудвилл, ни величина и виды расходов, которые можно было бы с ним ассоциировать. Данное обстоятельство является исключительно важным, поскольку объясняет, почему данный актив нельзя ставить на баланс. (Напомним, что в балансе могут отражаться лишь те активы, которые появились в результате событий прошлых периодов, т. е. появлению актива, как правило, должны предшествовать некоторые расходы или затраты.) Иное дело с приобретенным гудвиллом; расходы имеют место, а потому этот актив и появляется в балансе. Следует, правда, заметить, что обсуждаемая особенность гудвилла не абсолютизируется; по мнению некоторых специалистов, крупные фирмы, несомненно обладающие весомым гудвиллом, привлекают современные технологии рекламно-агитационного характера, способствующие увеличению спроса на предлагаемую продукцию и услуги, т. е. получают дополнительные конкурентные преимущества. В этом случае наращивание внутренне созданного гудвилла сопровождается вполне определенными затратами, однако их идентификация и отнесение именно к гудвиллу (а, например, не к факторам и результатам текущей деятельности) представляются весьма проблемными.

Особые условия квантифицируемости и сложность оценки. Было показано, что всегда существует возможность оценки гудвилла, однако любая подобная оценка является весьма условной до тех пор, пока не будет осуществлена операция купли-продажи фирмы в целом. В случае если фирма не продается, то присущий ей внутренне созданный гудвилл может быть оценен лишь приблизительно как разность между рыночной стоимостью фирмы и ее нетто-активами в рыночной оценке. О какой бы фирме речь ни шла, оценка ее рыночной стоимости (а следовательно, и оценка гудвилла) связана с ожиданиями рынка в отношении способности фирмы генерировать доходы в будущем. Поскольку говорить о более или менее объективной оценке рыночной стоимости фирмы можно лишь в отношении листинговой компании, приемлемый ориентир в стоимостной оценке ее гудвилла может быть получен только для такой компании. Однако и здесь сомнительна до-

стоверность оценки, поскольку продажа фирмы (несмотря на то, дружественный или недружественный характер она носит) всегда чревата исключительно серьезными изменениями в оценках ее активов и ценных бумаг. Поэтому говорить о достоверности оценки гудвилла можно лишь по завершении операции по продаже фирмы.

Вариабельность оценки гудвилла. В отличие от прочих активов, оценка которых стабильна и потому не может варьировать слишком сильно, с гудвиллом ровно наоборот – его оценка весьма вариабельна. О сложности оценки гудвилла и вариабельности получаемой величины можно говорить в разных контекстах. Когда мы говорим об оценке внутренне созданного гудвилла как разности между рыночной капитализацией фирмы и ее чистыми активами в рыночной оценке, мы должны отдавать себе отчет в абсолютной условности полученной величины. Дело в том, что реальную оценку можно получить лишь по завершении операции купли-продажи фирмы. Однако если подобная операция совершается, кардинально меняются условия, определяющие оценку бизнеса в целом, а потому для одной и той же фирмы оценки ее гудвилла в разных случаях: (а) спокойного фондового рынка, (б) рынка с ожиданиями возможных массовых операций с финансовыми активами других фирм, (в) ожидания враждебного или дружественного поглощения данной фирмы, (г) совершения операции поглощения – будут с очевидностью разными, причем не исключено, что это различие будет значимым. Если внутренне созданный гудвилл переходит в разряд приобретенного (в результате осуществленной операции купли-продажи фирмы), то его оценки до начала операции и по завершении ее наверняка будут существенно различными. Если в отношении любого материального актива можно утверждать о наличии некоторой его стоимостной оценки, которая вряд ли существенно изменится по завершении операции купли-продажи фирмы, то в отношении гудвилла подобного сделать не удастся. Оценивая рыночную стоимость фирмы, можно условно рассчитывать стоимость гудвилла как внутренне присущего ей ресурса, однако какова будет эта величина в случае купли-продажи фирмы – большой вопрос.

Гудвилл как потенциальный объект купли-продажи (в составе фирмы) ближе к финансовым активам, стоимость которых также может ощутимо варьировать в короткое время, однако в случае с гудвиллом ситуация еще более острая. Причина очевидна: любой гудвилл – это, грубо говоря, штучный, уникальный товар, не имеющий аналогов в том смысле, что если некая фирма NN имеет оцененный гудвилл стоимостью V_g , то второго аналогичного ему товара на рынке нет по той простой причине, что данный гудвилл – это характеристика именно фирмы NN , которая абсолютно своеобразна по многим параметрам

в совокупности. Именно уникальностью гудвилла объясняется то, что рыночные стоимости компаний могут ощутимо и быстро меняться.

В последние годы произошли весьма существенные изменения в оценках рынком стоимости ряда компаний, причем многие из них после известных финансовых скандалов в США ощутимо «потеряли в весе». Так, в 2002 г. (по сравнению с 2001 г.) рыночная капитализация компании «General Electric» снизилась более чем на 100 млрд долл. (причем такое значимое снижение наблюдается уже второй год подряд); для компании «Microsoft» это снижение составило 60 млрд долл. Что касается компаний «Merck» и «General Motors», то их рыночная капитализация по итогам торгов 28 марта 2003 г. составила соответственно 124,3 млрд долл. (12-е место в списке 500 крупнейших компаний мира, ежегодно составляемом специалистами известной газеты «Financial Times») и 21 млрд долл. (154-е место)¹.

Вспомним, что рыночная капитализация – это совокупная оценка экономической ценности всех акций компании, допущенных к официальной торговле на фондовой бирже. С формальных позиций, ее можно представить как стоимостную оценку трех компонентов: (1) чистых активов фирмы, остающихся в распоряжении ее собственников после удовлетворения требований третьих лиц; (2) гудвилла в узком смысле; (3) ожиданий перспективности бизнеса.

Ценность первого компонента маловариабельна; кроме того, логика подсказывает, что именно третий компонент наиболее волатилен. Вместе с тем вряд ли возможно обоснованное и разумное распределение остатка приращения на два последних фактора. Вот почему можно без особого преувеличения утверждать, что стоимость гудвилла исключительно вариабельна и в свою очередь в значительной степени определяет вариабельность рыночной капитализации.

Гудвилл в системе критериев оценки инвестиционной привлекательности. Оценка гудвилла всегда неявно присутствует в работе финансовых аналитиков; проявляется это в активном использовании так называемого q -отношения, или коэффициента Тобина². Известны два подхода к его исчислению: сопоставляются рыночная капитализация фирмы и величина его чистых активов; сравниваются совокупная рыночная цена акций и облигаций фирмы с восстановительной стоимостью активов фирмы (формулы (8.6) и (8.7) соответственно).

¹ См.: Ведомости. 2003. 21 мая.

² Коэффициент Тобина, названный по имени известного ученого Дж. Тобина и введенный им в теорию финансов в 1969 г., является одним из наиболее распространенных индикаторов оценки эффективности инвестиций. Подробнее о q -отношении см., например, в работе [Хэй, Моррис, т. 2, с. 248–250].

$$q = \frac{MV_s}{MV_{na}}; \quad (8.6)$$

$$q = \frac{MV_s + MV_d}{RC_a}, \quad (8.7)$$

где MV_s – совокупная рыночная цена акций фирмы, т. е. ее рыночная капитализация;

MV_{na} – величина чистых активов в рыночной оценке;

MV_d – рыночная стоимость долговых обязательств фирмы;

RC_a – восстановительная стоимость активов фирмы.

Прокомментируем данные коэффициенты.

В экономическом смысле формула (8.6) безупречна, поскольку числитель и знаменатель дроби логически сопоставимы. Действительно, в знаменателе – чистые активы фирмы, т. е. все ее активы, отраженные в балансе, за вычетом той их части, которая профинансирована сторонними лицами, причем стоимость активов взята в расчет по рыночным оценкам. Чистые активы еще интерпретируются как стоимость, которая теоретически достанется собственникам фирмы в случае ее ликвидации и распродажи активов по частям. В числителе дроби – рыночная стоимость фирмы как единого функционирующего комплекса, т. е. стоимостная оценка, которую приписывает рынок фирме в плане ее возможностей генерирования будущих доходов (в части, достигающей ее собственникам).

Как известно, любая фирма обладает гудвиллом, т. е. некоторым нематериальным активом, не отражаемым в балансе, но представляющим собой фактор генерирования дополнительных доходов. Этот фактор не отражен в балансе, но безусловно учитывается рынком. Отсюда следует очевидный вывод: для успешно функционирующей фирмы числитель дроби должен превосходить ее знаменатель. Чем больше расхождение, т. е. чем больше значение коэффициента Тобина превосходит 1, тем более перспективной рассматривается рынком фирма. Безусловно, положительное отклонение от 1 нельзя приписывать лишь одному гудвиллу как активу, нарабатанному в предшествующие годы. В этом отклонении проявляются и другие факторы, например, удачливое вложение денег именно в этот бизнес, грядущее изменение конъюнктуры рынка в пользу данной фирмы. (Представьте себе случайное приобретение фирмой земельного участка, недра которого, как оказалось, таили природные богатства; приобретение бизнеса в регионе, получившем в скором будущем налоговые льготы и т. п.) Тем не менее любые действия инвестиционного характера, даже кажущиеся случайными, можно рассматривать как результат грамотной работы собственников фирмы и ее топ-менеджеров, что в той или иной степени отражается в ее гудвилле. Иными словами, превышение значения

q -отношения над 1 и его позитивная динамика в немалой степени могут рассматриваться как своеобразная оценка гудвилла. Если к знаменателю формулы (8.6) добавить стоимостную оценку гудвилла, то значение коэффициента Тобина будет гораздо ближе к 1, а возможное в этом случае превышение над 1 можно идентифицировать с влиянием фактора позитивного ожидания доходов в будущем. Поскольку обособить влияние этого фактора практически невозможно, без особого преувеличения можно трактовать разницу между числителем и знаменателем дроби как оценку гудвилла.

Значение q -отношения, большее 1, имеет и еще одну наглядную интерпретацию. Подобное свидетельствует о том, что, по мнению рынка, выгоднее вкладывать дополнительные ресурсы в активы именно этой фирмы, нежели, например, пытаться открывать аналогичное новое производство, т. е. создавать тот же набор ресурсов. Чем выше превышение q -отношения над 1, тем больше инвестиционная привлекательность фирмы. Если $q < 1$, то это первый признак того, что фирма может стать объектом враждебного поглощения.

Формула (8.7) может рассматриваться как некое дополнение к формуле (8.6). Во-первых, она безусловно нуждается в уточнении. При расчете q -отношения через чистые активы имеет место логическая сопоставимость числителя и знаменателя, поскольку в формуле (8.6) неявно присутствует гудвилл как актив, хотя и опосредованно, через фирму, но несомненно принадлежащий ее собственникам. В формуле (8.7) сопоставляются все активы фирмы, с одной стороны, и долгосрочные источники финансирования – с другой. Поскольку существуют и краткосрочные источники финансирования, элементарная логика требует принятия их во внимание при расчете q -отношения. Самый простой вариант – оговорка о том, что в знаменателе (8.7) должна быть приведена стоимость активов, очищенная от задолженности перед текущими (т. е. краткосрочными) кредиторами. (Заметим, что подобная очистка делается, например, при составлении баланса в британском учете.) Во-вторых, введение в рассмотрение средств лендеров вряд ли способствует уточнению значения коэффициента Тобина, поскольку рыночная стоимость облигаций складывается из ожидания долгосрочной кредитоспособности фирмы, т. е. ее способности отвечать по своим долгосрочным обязательствам, которая, кстати, менее рискована, нежели ответственность фирмы перед своими собственниками (проценты по обязательствам выплачиваются раньше, чем дивиденды по акциям). Кроме того, доля заемного капитала обычно гораздо ниже, чем собственного, а для многих компаний (в частности, для российских) она ничтожно мала.

Амортизация гудвилла. Согласно ПБУ 14/2000 «Учет нематериальных активов» приобретенный гудвилл амортизируется в течение 20 лет (но не более срока деятельности фирмы) в следующем порядке:

- амортизационные отчисления по положительному гудвиллу отражаются в бухгалтерском учете путем равномерного уменьшения его первоначальной стоимости;
- отрицательный гудвилл учитывается как доходы будущих периодов, а его стоимостная оценка равными долями относится на финансовые результаты фирмы как операционный доход.

Согласно российскому законодательству для целей налогообложения гудвилл во внимание не принимается.

В заключение рассмотрим пример, демонстрирующий логику и последовательность расчета величины гудвилла, а также его влияние на формирование представления об имущественном потенциале фирмы. Мы будем трактовать гудвилл как некий условный актив, который может быть показан в балансе (например, в аналитическом), что имеет место при составлении консолидированной отчетности. (Заметим, что в консолидированном балансе показывается лишь приобретенный гудвилл, имеющий отношение к дочерним компаниям, а гудвилл материнской компании, естественно, не приводится).

Пример

В таблице приведен баланс фирмы. Ее уставный капитал составляют 900 тыс. акций. В настоящее время акции продаются на бирже по ценам 250 руб., 310 руб. Рассчитать гудвилл данной фирмы.

Баланс
(в исторических ценах)

(млн руб.)

Актив		Пассив	
Статья	Сумма	Статья	Сумма
I. Внеоборотные активы	120	III. Капитал и резервы	180
Основные средства	95	Уставный капитал	50
Прочие активы	25	Добавочный капитал	6
II. Оборотные активы	150	Нераспределенная прибыль	124
Запасы	90	IV. Долгосрочные обязательства	20
Дебиторская задолженность	60	V. Краткосрочные обязательства	70
<i>Баланс</i>	270	<i>Баланс</i>	270

Решение

Расчет делается в три этапа: пересчет активов фирмы в текущие рыночные цены, расчет величины чистых активов приобретаемой фирмы, расчет гудвилла.

Этап 1. Активы фирмы пересчитываются в текущие рыночные цены. Пересчет касается, в основном, материальных активов, т. е. основных средств и запасов сырья и материалов. Как правило, их стоимость увеличивается; особенно это касается основных средств, которые традиционно учитываются по историческим ценам, а потому в условиях инфляции, которая в долго- и среднесрочном планах всегда присутствует, их балансовая стоимость в подавляющем большинстве случаев ниже текущей рыночной (правильнее сказать: ликвидационной стоимости, т. е. той цены, которую можно выручить при продаже данного актива). Предположим, что текущая рыночная стоимость основных средств и производственных запасов составляет соответственно 145 и 100 млн руб. Увеличение стоимости активов отражается в пассивной статье «Добавочный капитал», а баланс в ликвидационных ценах приведен в таблице.

Баланс
(в ликвидационных ценах)

(млн руб.)

Актив		Пассив	
Статья	Сумма	Статья	Сумма
I. Внеоборотные активы	170	III. Капитал и резервы	240
Основные средства	145	Уставный капитал	50
Прочие активы	25	Добавочный капитал	66
II. Оборотные активы	160	Нераспределенная прибыль	124
Запасы	100	IV. Долгосрочные обязательства	20
Дебиторская задолженность	60	V. Краткосрочные обязательства	70
<i>Баланс</i>	330	<i>Баланс</i>	330

Этап 2. Рассчитывается величина чистых активов (см. Приложение 5):

$$\text{ЧА} = 330 - 20 - 70 = 240 \text{ млн руб.}$$

Заметим, что в условиях задачи величина чистых активов совпала с итогом раздела «Капитал и резервы». Безусловно, подобное совпадение не является предопределенным, а в зависимости от финансового состояния фирмы величина чистых активов может не достигать величины уставного капитала (это касается баланса, составленного в любых ценах). Причинами этого могут быть наличие непокрытого убытка прошлых лет, а также активов, которые не принимаются во внимание при расчете величины чистых активов (это собственные акции, выкупленные у акционеров, и задолженность учредителей по взносам в уставный капитал).

Этап 3. Рассчитывается величина гудвилла

1. Если акции продаются по цене 250 руб., это означает, что рынок оценивает компанию в сумму 225 млн руб. ($250 \text{ р} - \text{б.} \cdot 900000$). Таким образом, чистые активы фирмы в рыночной оценке составляют 240 млн руб., а капитал фирмы оценивается в 225 млн руб., т. е. фирма имеет отрицательный гудвилл в сумме 15 млн руб., она недооценена рынком. Подобные фирмы являются объектами поиска рейдеров, которые, обнаружив подобную фирму и купив ее акции, могут в дальнейшем действовать двояко. По первому варианту активы фирмы распродаются по частям, что приносит выгоду рейдерам¹. По второму варианту новые собственники проводят коренные изменения в системе производства и управлении приобретенной фирмой (нанимают новый управленческий персонал, избавляются от непрофильных активов, меняют схемы финансирования, производственные линии и др.), имея в виду повысить ее рыночную стоимость и в дальнейшем перепродать фирму. В обоих случаях собственно бизнес не интересует новых владельцев фирмы. Они пытаются в сжатые сроки получить доход от купли-продажи фирмы.

2. Если акции фирмы продаются по цене 310 руб., то рыночная стоимость фирмы составляет 279 млн руб., а приобретенный покупателем положительный гудвилл равен 39 млн руб. ($279 - 240$). Эта ситуация является наиболее распространенной. Она говорит о том, что оцениваемая фирма за время своего существования наработала некий нематериальный актив – гудвилл, который в обычном учете не отражается, а его смысл в том, что у фирмы есть имя, престижная марка, опытные и умелые топ-менеджеры, хорошие управленческие, информационные, производственные и сбытовые технологии, система стимулирования инициативы работников, повышения их квалификации и т. п., т. е. все то, что именуется производственно-технологической культурой. Эта культура нарабатывается годами, но именно она в конечном итоге становится дополнительным фактором, который позволяет фирме (при прочих равных условиях) получать конкурентные преимущества.

Что же приобретает покупатель в этом случае? Можно составить баланс приобретенной фирмы, при этом гудвилл будет указан как нематериальный актив во внеоборотных активах и, соответственно, на такую же величину возрастет добавочный капитал. В таком представлении раздел «Капитал и резервы» будет отражать рыночную стоимость фирмы: $50 + 97 + 132 = 279$ млн руб.

¹ С подобными ситуациями можно встретиться в России. Естественно, что действия по фактической ликвидации или радикальному репрофилированию предприятий, что по сути представляет собой ликвидацию ранее функционировавших объектов, обычно не афишируются и в научной литературе не обобщаются, однако в отношении подобных сделок на бытовом уровне информация иногда публикуется. Так, недавно появилась публикация о продаже за 100 тыс. долл. дачи известной певицы, причем собственно дача покупателя не интересовала. Его привлекло месторасположение дачи, а потому после завершения процедуры купли-продажи все постройки на участке будут снесены.

Баланс
(в ценах ожидаемого приобретения)

(млн руб.)

Актив		Пассив	
Статья	Сумма	Статья	Сумма
I. Внеоборотные активы	209	III. Капитал и резервы	279
Основные средства	145	Уставный капитал	50
Прочие активы	25	Добавочный капитал	105
Гудвилл	39	Нераспределенная прибыль	124
II. Оборотные активы	160	IV. Долгосрочные обязательства	20
Запасы	100	V. Краткосрочные обязательства	70
Дебиторская задолженность	60		
<i>Баланс</i>	369	<i>Баланс</i>	369

3. На практике возможна и другая ситуация, несколько отличная от предыдущих. Текущая рыночная цена акций (в примере это 250 или 310 руб.) – исключительно волатильная характеристика. Упомянутые значения сложились в условиях равновесного рынка, т. е. в отсутствие масштабированных операций с акциями. Если предположить, что информация о том, что некий покупатель намеревается скупить акции компании с целью получения безусловного контрольного пакета, становится общедоступной, то держатели акций немедленно изменят запрашиваемую цену; она с очевидностью возрастет¹. Это означает, что новому покупателю придется заплатить не 310 руб. за акцию, а, допустим, 350 руб. Поэтому общая сумма, уплаченная за фирму, составит в этом случае 315 млн руб., а величина гудвилла увеличится до 75 млн руб. Итоговый баланс будет иметь следующий вид.

Баланс
(в ценах фактического приобретения)

(млн руб.)

Актив		Пассив	
Статья	Сумма	Статья	Сумма
I. Внеоборотные активы	245	III. Капитал и резервы	315
Основные средства	145	Уставный капитал	50
Прочие активы	25	Добавочный капитал	141
Гудвилл	75	Нераспределенная прибыль	124

¹ Данное утверждение не требует специального объяснения, а потому в подтверждение сказанного упомянем о получившей широкий резонанс сделке по приобретению компанией «KKR» фирмы «RJR Nabisco», имевшей место в 1980-х гг. Накануне начала действий по приобретению фирмы «RJR Nabisco» ее акции продавались по цене 55 долл. По мере разворачивания сделки (были две конкурирующие группы покупателей) цена начала быстро расти, и сделка была совершена при цене 106 долл. за акцию (см.: [Бригхем, Гапенски, т. 2, с. 431]).

Окончание табл.

Актив		Пассив	
Статья	Сумма	Статья	Сумма
II. Оборотные активы	160	IV. Долгосрочные обязательства	20
Запасы	100	V. Краткосрочные обязательства	70
Дебиторская задолженность	60		
<i>Баланс</i>	405	<i>Баланс</i>	405

Пример показал, насколько относительно данные, приводимые в отчетности, как ими можно варьировать, руководствуясь благой (по крайней мере, в плане декларативности) целью – представление более реальной картины об имущественном и финансовом потенциале фирмы. Как полноценный актив, приобретенный гудвилл может появиться в результате покупки компании как единого имущественного комплекса. Что касается внутрифирменного гудвилла, то его можно отражать в аналитическом балансе (в примере именно это и показано), обосновывая это желанием продемонстрировать внешним пользователям реальную картину фактической ценности фирмы. На самом деле подобная демонстрация внутрифирменного гудвилла не делается, в частности, по причинам колеблемости текущих цен, сложности переоценок, субъективности. Наконец, заметим, что демонстрация внутрифирменного гудвилла тесно связана с проблемой составления отчетности на основе принципа справедливой стоимости.

Материалы для самостоятельной работы

Дайте определение следующим ключевым понятиям: бухгалтерский учет, счетоведение, счетоводство, финансовый учет, управленческий учет, налоговый учет, контроллинг, оценка, себестоимость, справедливая стоимость, импондерабель, вуалирование, креативный учет, концепция достоверности и непредвзятости, гудвилл, положительный гудвилл, отрицательный гудвилл, рейдер.

Вопросы для обсуждения

1. Как соотносятся учет и управление?
2. По каким направлениям и каким причинам классический бухгалтерский учет подвергается давлению и попыткам ревизии: (а) инвесторами, (б) менеджерами? Насколько оправданна критика?
3. В чем различие между нормативной и позитивной теориями бухгалтерского учета? Как они соотносятся с управлением финансами?
4. В каком виде учета прежде всего заинтересован финансовый менеджер? Насколько правомочна подобная постановка вопроса?

5. Какую роль сыграла финансовая компонента управления фирмой в становлении управленческого учета?
6. Как вы понимаете высказывание Джонсона и Каплана о том, что задача создания современной системы управленческого учета слишком важна, чтобы оставлять ее на откуп бухгалтерам? Кого еще, по вашему мнению, имели в виду американские специалисты? Находит ли их идея практическое воплощение?
7. Почему и каким образом бухгалтер влияет на оценочные показатели? Хорошо это или плохо?
8. Кто в большей степени – бухгалтер или финансовый менеджер – влияет на оценки в среднем? Приведите примеры.
9. Какой из методов – ФИФО или ЛИФО – в большей степени влияет на искажение картины о финансовом положении фирмы? Насколько правомочен такой вопрос?
10. Охарактеризуйте разные стоимостные оценки. В чем их достоинства и недостатки? Какие из них носят универсальный характер, т. е. применимы и к финансовым, и к нефинансовым активам?
11. На примере основных средств проанализируйте, какие оценки могут использоваться в учете и отчетности, и сформулируйте их достоинства и недостатки.
12. В чем смысл концепции достоверности и непредвзятости? Дайте трактовку: (а) достоверности, (б) непредвзятости, (в) достоверности и непредвзятости.
13. В чем смысл понятия «креативный учет»? Каким должно быть отношение финансового менеджера к этому понятию?
14. Что такое импондерабель? Приведите примеры.
15. Что такое справедливая стоимость? Не являются ли справедливая и рыночная стоимости синонимами?
16. Как соотносятся справедливая стоимость и историческая стоимость? Что лежит в основании коренного различия между ними? В чем «плюсы» и «минусы» каждой из этих оценок? Какие оценки должны быть приоритетными при составлении отчетности?
17. Можно ли достичь абсолютно достоверного отражения картины об имущественном и финансовом положении фирмы при переходе от оценок по себестоимости к оценкам по справедливой стоимости?
18. Какие способы вуалирования отчетности вам известны?
19. Можно ли утверждать, что термины «гудвилл» и «деловая репутация фирмы» являются синонимами?
20. Опишите подходы к оценке гудвилла. Насколько они реалистичны в плане реализации?
21. Дайте характеристику особенностей гудвилла как специфической характеристики фирмы.
22. В чем причина отрицательного значения гудвилла?
23. Какой гудвилл предпочтительнее – положительный или отрицательный – и почему? Насколько правомочен этот вопрос? С чьей позиции можно вести рассуждения?

24. На балансе фирмы показан нематериальный актив «Гудвилл». К какой фирме он относится?
25. В чем смысл коэффициента Тобина? Как соотносятся между собой гудвилл и q -отношение?
26. Какая динамика коэффициента Тобина может считаться предпочтительной? Для кого и почему?
27. Составляя отчет о прибылях и убытках, компания «BP p.l.c.» приводит данные о «себестоимости продаж в ценах замещения (replacement cost of sales)», тогда как компания «Morrison Construction Group p.l.c.» приводит данные о «себестоимости продаж (cost of sales)». Обсудите суть различия. В чем его причины? Какой вариант и почему вам как финансовому менеджеру представляется более предпочтительным?

Глава 9

ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ РЕШЕНИЙ ФИНАНСОВОГО ХАРАКТЕРА

После изучения этой главы вы сможете получить представление:

- о видах информационного обеспечения;
- о месте бухгалтерской отчетности в информационной базе фирмы;
- о финансовой модели фирмы;
- о логике взаимосвязки отчетных форм;
- об экономическом содержании основных разделов и статей отчетности;
- о международных стандартах финансовой отчетности.

9.1. Состав и структура информационного обеспечения

Решения финансового характера в отношении фирмы весьма разнообразны. Один из возможных вариантов их классификации предполагает обособление трех основных групп лиц, способных принимать такие решения: (1) собственники фирмы; (2) ее управленческий персонал (топ-менеджеры) и (3) сторонние лица (лендеры, контрагенты, потенциальные акционеры) (см. рис. 9.1).

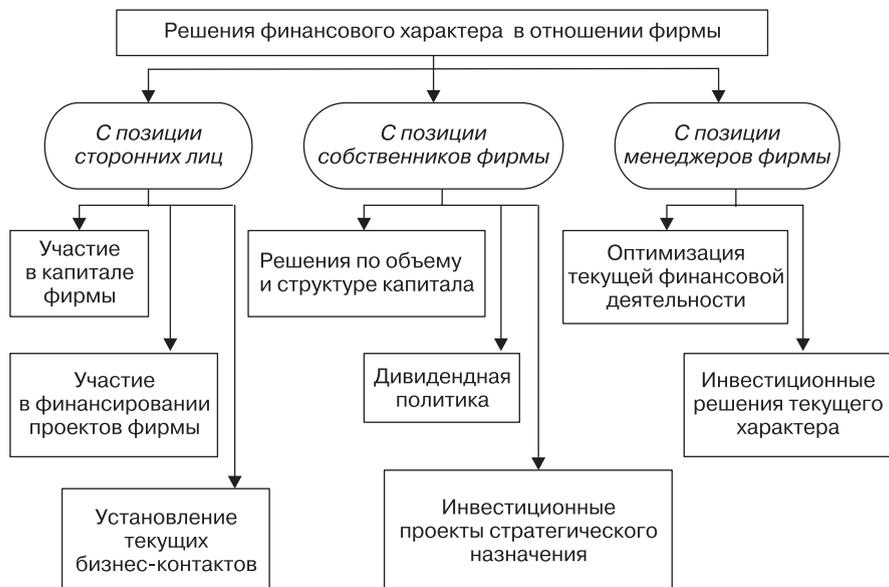


Рис. 9.1. Фрагмент классификаций решений финансового характера в отношении фирмы

Собственники фирмы. Их прерогатива – стратегические решения в отношении фирмы, и наиболее критическое из них (на первый взгляд) – быть или не быть фирме. На самом деле безусловно верна лишь первая часть этого утверждения; что касается второй части, то она верна лишь в отношении небольших предприятий – когда фирма достигает некоторого рубежа, например становится открытым обществом, она, если можно так выразиться, начинает жить своей собственной жизнью, а ее собственники уже фактически не могут решать ее судьбу – все, что им остается безусловно, это принятие решения относительно продолжения своего участия в капитале фирмы. Тем не менее с формальных позиций за собственниками остается весьма важный круг вопросов, имеющих стратегическое значение для фирмы; в частности, это:

- решения в отношении объема и структуры капитала (нужна дополнительная эмиссия акций или нет, стоит ли прибегать к масштабному заемному финансированию и если да, то в какой форме, стоит ли менять структуру собственности и др.);
- решения в отношении дивидендной политики (какую часть ресурсов фирмы можно безболезненно изъять на выплату дивидендов, в какой форме выплачивать дивиденды и др.);
- стратегические инвестиционные решения (в какие сегменты рынка направлять средства, стоит ли расширять действующие мощности, выходить ли на новые рынки и др.).

Безусловно, не все собственники фирмы в равной степени участвуют в принятии подобных решений, нередко не только их подготовка, но и инициирование делается топ-менеджерами фирмы, однако с формальных позиций прерогатива принятия решений остается за собственниками.

Менеджеры фирмы. Формально их задачей является принятие решений по текущему управлению финансами фирмы, т. е. задача предельно проста – нужно так организовать вверенные им для управления ресурсы, чтобы собственники фирмы получили наибольший эффект в виде устраивающей их нормы прибыли на вложенный капитал. Эти решения касаются текущего управления денежными потоками, а также осуществления плановых инвестиций в пределах компетенции.

Сторонние лица. В эту группу входят потенциальные собственники, лендеры (т. е. лица, имеющие временно свободные денежные средства и желающие их разместить на время на выгодной основе), контрагенты, находящиеся в некоторых финансовых отношениях с фирмой или намеревающиеся установить подобные отношения.

Информация. Несмотря на разнородность решений, всех упомянутых выше лиц объединяет одно – им нужна информация, для того

чтобы принимаемое ими решение было не спонтанным, а обоснованным и разумным. *Информация* (Information) — это сведения (знания), уменьшающие неопределенность в той области, к которой они относятся. Информация представляет собой новое знание, причем она не существует в готовом виде сама по себе, как товар на складе, а генерируется потребителем из информационного сырья, т. е. данных, потенциально несущих информацию. Иными словами, *информация* и *данные* (информационные) суть разные понятия. В качестве примера приведем ситуацию с комплектом годовой бухгалтерской отчетности. Те объемы информации, т. е. новые полезные сведения (знания), которые способны извлечь из отчетности соответственно первоклассник, рабочий, студент-математик, студент экономического вуза, начинающий бухгалтер или опытный аудитор, принципиально различаются, хотя исходная база данных одна и та же. Сведения, потенциально несущие информацию, составляют основу информационного обеспечения любого управленческого процесса.

Под *информационным обеспечением системы управления фирмой* (Management Control Information) будем понимать совокупность информационных ресурсов (называемых также информационной базой) и способов их организации, необходимых и пригодных для реализации аналитических и управленческих процедур, обеспечивающих финансово-хозяйственную деятельность данного предприятия. Информационная база включает в себя набор сведений, опираясь на которые можно обосновывать управленческие решения. Что касается способов организации информационных ресурсов, то речь идет о выбранном в фирме подходе к сочетанию вне- и внутрифирменных информационных источников, построению организационной структуры управления ими, организации информационных потоков, определению набора услуг специализированных информационных агентств и др.

В наиболее общем виде *информационную базу* (Data Base) можно определить как систематизированный набор сведений, используемых для принятия управленческих решений. В общем случае в привязке к конкретной фирме информационную базу в области финансов можно представлять как объединение пяти крупных комплексов данных: (1) сведения регулятивно-правового характера (нормативная база); (2) данные системы бухгалтерского учета; (3) данные системы налогового учета; (4) статистические данные и (5) несистемные данные (см. рис. 9.2). Эти комплексы различаются объемом, степенью систематизации, источниками генерирования, регулярностью обновления и др.

Прежде всего, следует упомянуть о комплексе, содержащем сведения регулятивно-правового характера. Это имеющие отношение к финансовой стороне деятельности фирмы предписания, указания и нор-

мативы, определенные в законодательных актах и других регулятивах, выпускаемых государством и профессиональными сообществами. В зависимости от вида регулятива содержащаяся в нем информация может или приниматься как безоговорочное указание, или носить рекомендательный характер. Этот информационный комплекс формируется вне фирмы.



Рис. 9.2. Структура информационной базы системы принятия решений финансового характера

Наиболее систематизирован бухгалтерский комплекс, состоящий из трех блоков: (а) первичные документы; (б) регистры и внутренняя отчетность и (в) бухгалтерская отчетность. Данные первых двух блоков с очевидностью имеют ограничения по доступу к ним; так, согласно ст. 10 Федерального закона «О бухгалтерском учете» содержание регистров бухгалтерского учета и внутренней бухгалтерской отчетно-

сти является коммерческой тайной. Поэтому перечисленные документы могут использоваться лишь для формирования внутрифирменной информационной базы. На бухгалтерскую отчетность понятие коммерческой тайны не распространяется, а коммерческие организации некоторых форм собственности и видов бизнеса даже обязаны публиковать свою отчетность, т. е. их основные финансовые индикаторы являются общедоступными. Заметим, что даже если публичность отчетности для фирмы не является обязательной, при установлении бизнес-отношений с ней потенциальные партнеры могут запросить отчетность для ознакомления, а ее непредставление по крайней мере не будет способствовать этим связям. Иными словами, можно говорить об общедоступности бухгалтерской отчетности даже в этом случае. Более того, правило *«прежде чем подписывать какой-либо контракт с потенциальным клиентом, ознакомься с его последней отчетностью»* является непреложной истиной для любого мало-мальски грамотного бизнесмена (естественно, речь идет о нормальных экономических отношениях).

Комплекс данных налогового учета представляет собой совокупность аналитических регистров, построенных на сведениях из первичных документов бухгалтерского комплекса, группируемых и накапливаемых в разрезах, необходимых для исчисления соответствующих налоговых баз. По сути, это иная группировка данных, циркулирующих в системе бухгалтерского учета. Иными словами, исходная информационная база бухгалтерского и налогового комплексов – а это первичные документы – одна и та же, а потому путем гармонизации требований бухгалтерского и налогового законодательств можно добиться и унификации бухгалтерских и налоговых регистров.

Данные статистического комплекса также достаточно систематизированы, хотя и в меньшей степени. В него входят два информационных массива: внутренняя статистика (данные о ценах на сырье, собственную продукцию, услуги, данные о тарифах, нормах и др.) и общеэкономическая и финансовая статистика (динамика индексов цен, курсов валют, процентных ставок и др.). Первый информационный массив конфиденциален, т. е. он может создаваться только внутри фирмы, второй – общедоступен с позиции источников информации (данные государственной статистики, информационных агентств, специализированных информационных файлов), однако структурно он не является унифицированным, т. е. формируется в индивидуальном порядке.

Комплекс несистемных данных содержит два массива: (а) текущие оперативные данные и (б) прочие сведения (пресса, рынок, свободная информация, слухи). В первый массив (создается в фирме) входят сведения, циркулирующие между линейными и (или) функциональными

подразделениями; в дальнейшем эти данные в некотором виде будут перенесены в массив внутренней статистики. К прочим сведениям из внешних источников относятся публикации в различных средствах массовой информации, неофициальные данные, информация, почерпнутая в ходе личных контактов, и т. п. Данные этого информационного комплекса не обязательно имеют финансовую природу, а его название является условным в том смысле, что эти данные, во-первых, жестко не систематизированы по составу, структуре, обновляемости и т. п. и, во-вторых, носят очевидно выраженный вспомогательный характер.

Представление информационной базы, приведенное на рис. 9.2, естественно, не является единственно возможным или полностью исчерпывающим. Тем не менее даже такое представление позволяет судить о том, что информационные ресурсы в отношении любого предприятия достаточно обширны. От тщательности их организации в значительной степени зависит результативность управленческих решений в отношении данного предприятия. Каждый из приведенных на схеме блоков по-своему важен. Однако, с позиции информационной насыщенности и доступности приоритет в вышеприведенной схеме с очевидностью принадлежит бухгалтерской отчетности. Конечно же, массив учетных данных более значителен, оперативные данные вообще могут формироваться практически в неограниченных объемах, с позиции структурированности, унифицированности и известной предопределенности бухгалтерская отчетность представляет собой наилучшую финансовую модель фирмы. Из всех информационных комплексов, приведенных на рис. 9.2, бухгалтерская отчетность представляет собой единственный релевантный массив данных, по основным параметрам инвариантный по отношению к лицам, заинтересованным в данной фирме, будь то лица, имеющие неограниченный доступ к ее информационной базе, или лица, являющиеся внешними по отношению к ней и потому существенно ограниченные в удовлетворении своих информационных запросов.

В заключение уместно подчеркнуть, что одним из ключевых аспектов управления и организации информационных потоков в фирме является обеспечение информационной безопасности. Информация дозируется, а лица, имеющие доступ к данным, вынуждены следовать определенным правилам. В частности, в контексте финансовых рынков существует понятие *инсайдерской информации* (Inside Information), под которой понимаются сведения, не доступные широкой публике. В качестве примера можно упомянуть данные о себестоимости продукции. Инсайдерской информацией в отношении данной фирмы владеют ее топ-менеджеры. Торговля подобной информацией запрещена.

9.2. Бухгалтерская отчетность как финансовая модель фирмы

Информационная база фирмы лишь в небольшой своей части доступна широкой публике. Иными словами, если рассматривать фирму как самостоятельный субъект бизнес-отношений, то несложно понять, что возможна и несколько иная классификация лиц, принимающих решения финансового характера в отношении фирмы. В частности, можно обособить две крупные группы лиц. В первую группу входят менеджеры, т. е. лица, находящиеся в организационной структуре управления фирмой и потому имеющие доступ к внутрифирменной информационной базе (понятно, что степень информированности конкретных лиц определяется их положением в управленческой иерархии). Во вторую группу входят лица, внешние по отношению к фирме, и потому ограниченные в информационных источниках и опирающиеся в своих решениях лишь на публичные общедоступные данные. Заметим, что лица этой группы столь же важны и необходимы для фирмы (хотя и в специфическом понимании), что и представители первой группы, – действительно, любая фирма имеет контрагентов, работает с различными поставщиками, инвесторами, клиентами и др. Всех этих лиц объединяет одно очевидное обстоятельство: для принятия неспонтанных решений в отношении данной фирмы нужно обладать о ней хоть какой-то информацией. Поскольку в принципе источников данных много, потоки сведений разнообразны, множественны и в общем случае стохастичны, особую роль в этом информационном многообразии играют стандартизованные регулярно появляющиеся информационные инварианты. Один из них – публичная бухгалтерская отчетность, представляющая собой наилучшую финансовую модель фирмы.

В контексте деятельности финансового менеджера бухгалтерская отчетность играет две основные роли. Во-первых, отчетность дает акцентированное обобщенное представление о потенциале фирмы в целом, ее активах, капитале, обязательствах, доходах и расходах. С ее помощью финансовый менеджер может как бы обозревать фирму со стороны как единый имущественный и финансовый комплекс, отслеживать тенденции, оценивать степень их позитивности и др. В конечном итоге это позволяет выбрать наиболее благоприятное направление развития фирмы в контексте окружающей бизнес-среды. Во-вторых, отчетность в известном смысле выполняет представительские функции; в немалой степени суждение об инвестиционной и контрагентской привлекательности фирмы делается сторонними лицами на основании публичной отчетности.

Публичная отчетность фирмы формируется в результате свода данных, накапливаемых в бухгалтерских регистрах, журналах, книгах. Поскольку объем бухгалтерской информационной базы огромен, в принципе можно представлять отчетность в различных аналитиче-

ских разрезах. Считается, что из множества целевых предназначений отчетности ключевая роль принадлежит двум: (а) демонстрации экономического потенциала фирмы (в динамике) и (б) демонстрации результативности и эффективности использования этого потенциала.

Под *экономическим потенциалом предприятия* понимается его способность достигать поставленные перед ним цели, используя имеющиеся материальные, трудовые и финансовые ресурсы. Для формализованного описания экономического потенциала наиболее удобна бухгалтерская отчетность, представляющая собой финансовую модель фирмы. В этом случае выделяются две стороны экономического потенциала: имущественное положение фирмы (имущественный потенциал) и ее финансовое положение (финансовый потенциал) (см. рис. 9.3).



Рис. 9.3. Структура экономического потенциала фирмы

Совокупность средств, находящихся под контролем предприятия и предназначенных для достижения основных целей, поставленных перед ним его собственниками, называется *имущественным потенциалом предприятия*. Количественно он характеризуется величиной, составом и состоянием активов (прежде всего долгосрочных), которыми владеет и распоряжается или которые контролирует фирма. Имущественный потенциал как характеристика генерирующих способностей фирмы изменяется с течением времени за счет различных факторов,

главным из которых являются достигнутые за истекший период финансовые результаты.

Финансовое положение и финансовые возможности фирмы в целом могут быть охарактеризованы неким обобщенным термином – *финансовый потенциал предприятия*. Количественно он характеризуется показателями ликвидности, платежеспособности, финансовой устойчивости, внутрифирменной эффективности, прибыльности, рентабельности и инвестиционной привлекательности фирмы.

Понятно, что обе стороны экономического потенциала предприятия взаимосвязаны – нерациональная структура имущества, его некачественный состав могут привести к ухудшению финансового положения и наоборот. Так, изношенность оборудования, несвоевременная его замена могут повлечь за собой срывы в выполнении производственной программы. Неоправданное омертвление средств в производственных запасах, дебиторской задолженности может сказаться на своевременности текущих платежей, а неоправданный рост заемных средств – привести к необходимости сократить имущество коммерческой организации для расчетов с кредиторами.

Экономический потенциал предприятия и генерируемые им финансовые результаты как раз и должны быть представлены лицам, заинтересованным в его деятельности. Отсюда появляется публичная отчетность, которая в терминах финансов дает весьма детальную характеристику фирмы. Две стороны деятельности *{ресурсы-результат}* предопределяют логику формирования основных отчетных форм (см. рис. 9.4).

Как видно из схемы, обособляются две базовые формы: (1) баланс, в котором приводятся данные об имуществе фирмы и источниках его финансирования, и (2) отчет о прибылях и убытках, содержащий данные о доходах и расходах как результате использования описанного в балансе имущества. Очевидно, что данные в двух основных отчетных формах могут приводиться с различной степенью детализации; тем не менее, в них можно идентифицировать некие инварианты (типичные представления), позволяющие добиться определенной унификации этих форм, тогда как специфическая аналитика может быть вынесена в дополнительные отчетные формы. Именно этот подход и сложился в конце концов в бухгалтерском учете – публичная отчетность (т. е. отчетность, фактически или потенциально не являющаяся конфиденциальной) состоит из трех информационных блоков: (1) бухгалтерский баланс; (2) отчет о прибылях и убытках; (3) пояснительные примечания и аналитические расшифровки к балансу и отчету о прибылях и убытках. Первые два блока поддаются определенной табличной унификации, тогда как третий блок, наиболее объемный по содержанию, обычно оставляется на усмотрение фирмы в отношении содержательного наполнения и форматов представления.



Рис. 9.4. Логика обоснования состава отчетных форм фирмы

В российском учете ситуация с отчетностью в принципе не противоречит международным подходам и может быть описана следующими тезисами:

- в Федеральном законе «О бухгалтерском учете» определены понятие и состав отчетности, а также указано, что ее формы и инструкции по заполнению утверждаются Минфином РФ;
- учетная политика фирмы и изменения в ней на очередной отчетный год должны отражаться в пояснительной записке;
- принципы разработки и содержание учетной политики регулируются Положением по бухгалтерскому учету «Учетная политика организации» (ПБУ 1/98);
- основные требования к отчетности, ее состав и содержание по разделам и укрупненным статьям регулируются Положением по бухгалтерскому учету «Бухгалтерская отчетность организации» (ПБУ 4/99);
- рекомендательные форматы отчетности приведены в приказе Минфина РФ «О формах бухгалтерской отчетности организаций» от 22 июля 2003 г. № 67н.

В соответствии с упомянутыми Законом, ПБУ 4/99 и приказом в состав годовой отчетности¹ входят:

- а) Бухгалтерский баланс (форма № 1);
- б) Отчет о прибылях и убытках (форма № 2);
- в) приложения к Бухгалтерскому балансу и Отчету о прибылях и убытках:
 - отчет об изменениях капитала (форма № 3);
 - отчет о движении денежных средств (форма № 4);
 - приложение к Бухгалтерскому балансу (форма № 5);
 - отчет о целевом использовании полученных средств (форма № 6);
- г) пояснительная записка;
- д) итоговая часть аудиторского заключения.

Приведем общую характеристику описанных информационных блоков.

9.3. Баланс: трактовки, представления, содержание

Баланс как отчетная форма дает наиболее полное представление об имущественном и финансовом потенциалах фирмы. Безусловно, это представление не лишено недостатков, однако при грамотном и осознанном использовании баланса можно получить достаточно детальное представление о фирме, тенденциях и перспективах ее развития.

Трактовки понятия «баланс». Баланс (Balance) представляет собой многозначный термин, имеющий три наиболее распространенные трактовки: (а) равновесие; (б) разница между двумя сторонами счета; (в) отчетная форма.

¹ Заметим, что правильнее говорить не об отчетности, а об отчете, поскольку аудиторское заключение принципиально отличается от других элементов, перечисленных в пунктах «а»–«д». Напомним, что согласно ст. 10 Федерального закона «Об аудиторской деятельности» (в редакции от 14 декабря 2001 г. № 164-ФЗ) аудиторское заключение представляет собой «официальный документ, предназначенный для пользователей финансовой (бухгалтерской) отчетности аудируемых лиц, составленный в соответствии с федеральными правилами (стандартами) аудиторской деятельности и содержащий выраженное в установленной форме мнение аудиторской организации или индивидуального аудитора о достоверности финансовой (бухгалтерской) отчетности аудируемого лица и соответствии порядка ведения его бухгалтерского учета законодательству Российской Федерации». Таким образом, аудиторское заключение является не частью отчетности (оно не может подтверждать самое себя), а самостоятельным документом, сопровождающим ее и несущим собственную нагрузку. Кроме того, готовятся эти документы совершенно разными лицами: отчетность – управленческим персоналом фирмы, аудиторское заключение – нанятыми собственниками фирмы независимыми аудиторами.

Первая трактовка означает равновесность нескольких в известном смысле противопоставляемых или конкурирующих между собой объектов. В контексте бухгалтерского учета именно эта трактовка была достаточно распространенной в России конца XIX в. В качестве подтверждения можно сослаться на известного петербургского бухгалтера А. П. Пеленкина, который видел две стороны равновесности, а потому утверждал, что *баланс* – это «равенство между счето-расчетными отношениями и их изменениями противоположных значений и принцип, вложенный в устройство счетного механизма, и на котором обосновано рациональное счетоводство» [Пеленкин, с. 134]. Поскольку баланс является основным принципом рационального счетоводства, равновесность нужно отслеживать и постоянно контролировать; идею балансирования, контроля равновесия по счетам учета Пеленкин сформулировал весьма образно и ярко: «Баланс в счетоводстве, как α и ω его, есть душа, и всякое счетоводство, не руководящееся балансом и не проверяющее себя им, мертво и бесцельно» [Пеленкин, с. 127]. Идея равновесности, балансирования счетов как раз и используется при составлении оборотной ведомости, или, как ее называют американцы, пробного баланса, при сравнении кредитовых и дебетовых оборотов по счетам в целом или по ряду операций (например, при составлении регулирующих записей в ходе консолидирования отчетности материнской и дочерних компаний) и др.

Вторая трактовка, согласно которой баланс – это разница между двумя сторонами счета, известна в нашей стране в меньшей степени, поскольку для характеристики выходного остатка на счете российскими бухгалтерами традиционно используется термин «сальдо». Тем не менее эта трактовка достаточно распространена и, более того, именно она является базовой в англо-американской модели бухгалтерского учета; не случайно в этой модели отчетная форма об имущественном и финансовом состоянии фирмы называется *balance-sheet*, что дословно означает «лист с балансами (т. е. с сальдо, или остатками) счетов».

Третья трактовка (балансом названа основная отчетная форма) является, пожалуй, доминирующей в отечественном учете. В этой форме приводятся взаимоувязанные показатели, комплексно и разносторонне характеризующие имущественное и финансовое положение хозяйствующего субъекта, а потому баланс рассматривается как унифицированный базовый источник информации. Кстати, рассматривая структуру и содержание отчетной формы «баланс», можно видеть и еще одну трактовку этого термина: баланс как итог по активу (пассиву). Баланс именно в этой трактовке и обсуждается в данной главе.

Табличное представление баланса. Современная система бухгалтерского учета предусматривает разработку набора взаимоувязанных регистров, в которых отражаются данные первичных документов о всех регистрируемых хозяйственных операциях. Процесс прохождения данных в системе учета обобщенно можно представить следующей схемой: {*первичные документы* → *учетные регистры* → *отчетность*}. Таким образом, баланс является обобщающим документом, в котором упомянутые данные каким-то образом систематизируются, упорядочиваются, агрегируются. Для наглядности результат подобной систематизации обычно оформляется в виде таблицы. Поскольку два основных разреза – имущественный состав и источники финансирования – представляют наибольший интерес для пользователей, сама система учета и агрегирования информации предполагает возможность оформления баланса в виде двусторонней таблицы – одна сторона обобщает данные об активах фирмы, вторая – о ее источниках финансирования. Очевидно, что обе стороны должны уравновешивать друг друга, поскольку один и тот же объект характеризуется с разных сторон.

Логика структурирования баланса. Также определяется целевым предназначением баланса: дать представление о ресурсах фирмы и источниках их финансирования. Поскольку речь идет об одном и том же обобщенном объекте (ресурсный потенциал), но характеризуемом с разных сторон (собственно имущественная масса и источники ее финансирования), появляются два раздела («Активы» и «Источники финансирования»), сбалансированные между собой, т. е. имеющие равные итоги (на профессиональном бухгалтерском языке итог баланса носит название *валюты баланса*). Эти разделы имеют обобщенные названия «Актив» и «Пассив» соответственно.

Актив бухгалтерского баланса (Assets) – это часть баланса, в которой представлены активы хозяйствующего субъекта, т. е. его ресурсная база. Имеет две основные интерпретации: предметно-вещностную и расходно-результатную. В первом случае актив баланса трактуется как опись имущества предприятия, во втором – как совокупность денежных средств предприятия и расходов, понесенных им в ожидании будущих доходов (или как опись метаморфоз капитала). Поскольку в балансе денежные средства обычно незначительны по удельному весу, актив во втором случае обобщенно трактуется как совокупность расходов.

Активы (Assets) – это ресурсы фирмы: (а) выражаемые в денежном измерителе; (б) сложившиеся в результате событий прошлых периодов; (в) принадлежащие ей на праве собственности или контролируемые ею; (г) обещающие получение дохода в будущем. Отражаются в активной части баланса. Подразделяются на *реальные* (синонимы:

идентифицируемые, отторгаемые) и *ирреальные* (синонимы: *неотторгаемые, отвлеченные*) средства. К первым относятся материально-вещественные активы, средства в расчетах, денежные средства и их эквиваленты; ко вторым – налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям¹, организационные расходы, приобретенный гудвилл, расходы будущих периодов и убытки². В отличие от реальных средств, поддающихся отторжению (можно в целом или по частям продать, подарить, уничтожить), отвлеченные средства (за исключением убытков) представляют собой неотторгаемые расходы, которые либо переходят в затраты в ходе естественного процесса производства и продажи продукции, либо становятся убытками в случае прекращения деятельности.

Первый признак означает, что в активе баланса могут отражаться те и только те ресурсы, которые имеют денежную оценку. Второй признак говорит о том, что активы не могут появиться «ниоткуда», образно говоря, свалиться с неба – они являются результатом предшествующих событий, подтверждением которых служат надлежащим образом оформленные документы. Согласно третьему признаку отражаемый в балансе ресурс либо принадлежит фирме на праве собственности, либо контролируется ею, т. е. фирма обладает правами владения и пользования. Наконец, последний признак относимости некоторого ресурса к активам фирмы заключается в том, что он должен потенциально «обещать» генерирование дохода в будущем (в данном случае доход понимается в широком смысле как вклад данного ресурса в генерирование регулярных доходов, эффект от полезного применения ресурса по его прямому назначению или, по крайней мере, возможность

¹ Налог на добавленную стоимость (НДС) по приобретенным ценностям, приводимый отдельной строкой в балансе, имеет различные интерпретации. Если деятельность компании идет в нормальном режиме, то сумма этого налога будет возмещена (выставлена бюджету под зачет, т. е. на эту сумму будет уменьшена задолженность фирмы перед бюджетом), поэтому эту статью можно трактовать как некий вариант обычной дебиторской задолженности или как уплаченный аванс, который будет учтен в последующем. Однако если компания не в состоянии рассчитаться со своими кредиторами, в результате чего инициируются процедуры банкротства, сумма НДС по приобретенным ценностям не компенсируется, т. е. в известном смысле становится убытком. Этот «актив» нельзя использовать как полноценное обеспечение расчетов с кредиторами; именно поэтому его учет при расчете чистых активов сомнителен.

² В нашей стране в течение многих десятилетий статья «убытки» отражалась в активной стороне баланса, т. е. убытки трактовались как актив (точнее, псевдоактив), а ее экономическая интерпретация была такова: сумма убытков показывала величину отвлеченных средств, точнее, средств, «проеденных», как правило, по причине неоптимального управления. В последние годы в соответствии с принятой в международной практике традицией убытки показываются со знаком «минус» в пассиве баланса в разделе «Капитал и резервы».

продажи ресурса). Если ресурс такого дохода не обещает, он называется неликвидом¹ и должен быть списан с баланса на убытки.

Из определения активов хозяйствующего субъекта видно, что теоретически актив баланса может комплектоваться одним из двух способов. Согласно первому способу в активе отражаются средства, принадлежащие предприятию на праве собственности; согласно второму – средства, контролируемые предприятием. Первый способ традиционно применяется в нашей стране, второй рекомендован международными стандартами (заметим, что текущее российское бухгалтерское законодательство не возражает против второго способа). На практике имеет место сочетание этих способов, что наглядно проявляется в различном отражении в учете и отчетности объектов финансовой аренды (лизинга) и операционной аренды – право собственности на арендуемые активы в обоих случаях принадлежит арендодателю (лизингодателю), однако в международной практике принято отражать объекты договора о финансовой аренде на балансе лизингополучателя, а объекты договора об операционной аренде – на балансе арендодателя.

Пассив баланса – это часть баланса, в которой представлены так называемые источники средств. *Источник средств* (Source of Financing) – это условное название какой-либо статьи в пассивной стороне бухгалтерского баланса, трактуемой как совокупность капитала собственников и обязательств, т. е. задолженности предприятия перед третьими лицами. Каждая статья пассива означает, по сути, вклад соответствующего лица (собственники, кредиторы, государственные органы, банки и др.) в финансирование активов данного предприятия. В последующем при нормальном функционировании предприятия те, кто профинансировал его деятельность, смогут получить вложенные ими средства в объеме, означенном в балансе или даже превышающем его. Обособление источников средств в балансе предопределяется сутью и природой двойной записи. Как правило, источники средств появляются как результат целенаправленных действий – например, получение банковского кредита означает приток денежных средств на расчетный счет и одновременно появление в пассиве баланса источника этих средств в виде задолженности перед банком. Вместе с тем источники могут возникать в известном смысле спонтанно как результат финансово-хозяйственной деятельности – например, выявление финансового результата за отчетный период сопровождается необходи-

¹ Неликвид – это актив, трансформация которого в денежные средства либо невозможна вовсе, либо связана с исключительно высокими относительными потерями. Неликвиды «засоряют» актив баланса и с очевидностью завышают величину имущественного потенциала фирмы. Поскольку по определению в активе баланса отражаются лишь средства, потенциально обещающие доход, неликвиды не должны присутствовать в балансе, их следует списать на убытки.

мостью начисления и уплаты налога на прибыль, что выражается в обособлении в пассиве баланса статьи «Задолженность по налогам и сборам», т. е. в составе источников появляется новый источник. Нередко тот или иной источник образуется с целью идентификации плана использования средств фирмы.

Пассив баланса имеет две основные трактовки, условно называемые (а) юридическая и (б) экономическая (источниковая), причем обе трактовки фактически тесно взаимосвязаны.

Суть первой трактовки такова. Пассив баланса отражает отношения, возникающие в процессе привлечения средств, и потому его интерпретация имеет прежде всего юридический оттенок. Дело в том, что пассивные статьи баланса – это, в определенном смысле, перечисление обязательств предприятия. Напомним, что обязательство в юридическом смысле означает гражданское правоотношение, в силу которого одна сторона (должник) обязана совершить в пользу другой стороны (кредитора) определенное действие (передать имущество, выполнить работу и др.), а кредитор имеет право требовать от должника исполнения его обязанности.

Например, уставный капитал с известной долей условности¹ можно трактовать как обязательство перед собственником по выделенным предприятию основным и оборотным средствам; кредиты банков – обязательство предприятия перед банками по ссудам, полученным на различные цели; кредиторская задолженность есть обязательство перед контрагентами: поставщиками – за полученные товарно-материальные ценности и оказанные услуги; рабочими и служащими – по оплате труда; бюджетом – по налогу на прибыль и другим платежам и т. д. Различного рода фонды и резервы – это обязательства администрации перед коллективом предприятия в целом по производственному и социальному развитию и др. Все эти обязательства законодательным образом ранжируются по обязательности и приоритетности их удовлетворения и, кроме того, предоставляют разные права лицам, перед которыми они возникли у хозяйствующего субъекта в связи с привлечением средств.

Помимо юридической возможна и экономическая интерпретация пассива баланса (можно назвать ее также учетно-аналитической, финансово-аналитической, источниковой), согласно которой пассив представляет собой свод источников средств. Возможность отражения

¹ Условность заключается в том, что с формальных позиций предприятие как юридическое лицо не обязано принимать у своих учредителей-акционеров акции с возмещением их денежного эквивалента. Акционеры могут либо продать свои акции на рынке и тем самым выйти из состава собственников, либо принять совместное решение о ликвидации предприятия и после расчетов с кредиторами получить свою долю в чистых активах фирмы.

источников в балансе predetermined самой сутью двойной бухгалтерии, в рамках которой любой актив получает дополнительную характеристику в виде источника его появления. В простейших операциях источникный характер пассивных статей легко демонстрируется. Например, в результате предоставленного банком кредита на расчетном счете фирмы появились денежные средства. Поэтому, с одной стороны, появились средства (в активе баланса возросла статья «Расчетный счет»), с другой стороны, появилась задолженность перед банком как источником полученных денежных средств (в пассиве баланса возросла статья «Кредиты и займы»).

Логика свода счетов в баланс. Бухгалтерская отчетность есть результат агрегирования данных, накапливаемых на счетах бухгалтерского учета. Все счета можно подразделить на три большие группы: (1) средства фирмы; (2) источники финансирования средств фирмы; (3) счета финансовых результатов (доходов и расходов) фирмы. Счета первой и второй групп отражаются соответственно в активе и пассиве баланса; данные счетов третьей группы используются для формирования статей отчета о прибылях и убытках.

Каждый счет первой группы имеет дебетовое сальдо, показывающее величину средств, отражаемых на счете на конец отчетного периода. При составлении баланса счета, относящиеся к однородным активам, могут агрегироваться; поскольку агрегирование может выполняться различными способами, возможны и различные представления актива баланса. Каждый счет второй группы имеет кредитовое сальдо, показывающее величину источников финансирования, отражаемых на счете на конец отчетного периода. Здесь также возможны различные варианты агрегирования счетов. Третья группа, по сути, представлена единственным счетом «Прибыли и убытки»; логика записей по этому счету очевидна: по кредиту счета отражаются доходы фирмы, по дебету – расходы (затраты), а конечный финансовый результат заключается в выведении сальдо по счету. Если получается кредитовое сальдо (доходы превосходят расходы), фирма имеет прибыль по результатам отчетного периода; если дебетовое сальдо (расходы превосходят доходы) – фирма имеет убыток. На практике для обеспечения аналитичности бухгалтерских данных вместо одного счета открывают несколько, что позволяет обособлять однородные доходы и расходы и, соответственно, приводить в отчетности различные промежуточные финансовые результаты.

Таким образом, группирование сальдо счетов в виде специальных таблиц и приводит к появлению двух основных отчетных форм – баланса и отчета о прибылях и убытках.

Балансовое уравнение. Агрегирование данных в балансе может быть выполнено различными способами, в частности, представление

баланса существенно зависит от того, на какой класс пользователей прежде всего ориентирован баланс. Проявляется это заданием определенного *балансового уравнения* (Balance Sheet Equation) как формализованного выражения взаимосвязи между системообразующими элементами баланса (активы, капитал, обязательства). Балансовое уравнение связывает основные разделы баланса, задает его формат и тем самым объясняет логику его представления в виде отчетной формы. Судьба фирмы в той или иной степени зависит от множества лиц, имеющих в ней или к ней фактический и (или) потенциальный интерес. В контексте форматирования баланса можно выделить три основные группы лиц: (а) собственники; (б) инвесторы; (в) менеджеры и контрагенты¹.

Собственники. В эту группу входят лица, обеспечивающие сам факт существования фирмы как юридического лица, поскольку формально собственники вправе принять решение о ликвидации фирмы. Они обеспечивают фирму начальным капиталом, необходимым для ее учреждения, принимают решения в отношении изъятия части полученных доходов, привлечения долгосрочных внешних инвесторов и т. д. Баланс, построенный исходя из интересов собственников, призван продемонстрировать изменение их капитала, т. е. их интереса в активах фирмы. Таким образом, валюта баланса показывает капитал собственников, численно равный чистым активам в учетной оценке. В этом случае балансовое уравнение и формат баланса как отчетной формы в укрупненной структуре статей имеют следующий вид.

Балансовое уравнение:

$$A - LTL - STL = E, \quad (9.1)$$

где A – сумма активов фирмы;

LTL – долгосрочные обязательства фирмы;

STL – краткосрочные обязательства фирмы;

E – капитал собственников.

Таблица 9.1

БАЛАНС

Актив	Пассив
Активы фирмы (A)	Капитал собственников
Привлеченные средства ($LTL + STL$) (вычитаются)	
<i>Баланс</i> (всего чистых активов)	<i>Баланс</i> (всего капитала собственников)

¹ Строго говоря, последняя группа шире по своему составу, нежели это следует из ее названия; сюда можно отнести государственные органы, фактических и потенциальных работников, общественные организации и др.

В табл. 9.1 приведен укрупненный формат баланса в горизонтальном представлении. Соответствующее ему балансовое уравнение является основным, например, в британском учете, при этом используется вертикальное представление баланса, а ключевые статьи, определяющие его структуру, имеют нижеследующий вид (см. табл. 9.2).

Таблица 9.2

**Макет баланса
(вертикальное представление)**

Статья	Сумма
Внеоборотные активы (<i>LTA</i>)	
Оборотные активы (<i>STA</i>)	
Краткосрочные обязательства (<i>STL</i>) (<i>вычитаются</i>)	
Чистые оборотные активы ($NA = STA - STL$)	
Всего активов за минусом краткосрочных обязательств ($LTA + NCA$)	
Долгосрочные обязательства (<i>LTL</i>) (<i>вычитаются</i>)	
Чистые активы ($NA = LTA + NCA - LTL$)	
Миноритарии (<i>M</i>) (<i>вычитаются</i>)	
<i>Баланс</i> ($NA - M$)	
Капитал собственников (<i>E</i>)	
<i>Баланс</i> ($E = NA - M$)	

Инвесторы. В эту группу входят лица, обеспечивающие долгосрочное финансирование фирмы, т. е. предоставляющие ей капитал исходя из собственных стратегических и тактических целей. Очевидно, что к инвесторам относятся собственники фирмы и, кроме того, лендеры, т. е. лица, предоставляющие фирме капитал на длительное время на условиях платности и возвратности. Принципиальное различие между собственниками и лендерами состоит в том, что фирма обязана рассчитаться с лендерами по своим обязательствам согласно заключенным договорам, тогда как возврат средств собственникам не является обязательством фирмы – собственники могут вернуть (возможно, но не наверняка!) вложенный ими капитал либо в результате продажи своей доли на рынке, либо после ликвидации фирмы. Баланс, построенный исходя из интересов инвесторов, призван продемонстрировать изменение их совокупного капитала, т. е. это демонстрация мощи фирмы в стратегическом аспекте (имеется в виду следующее обстоятельство: средства инвесторов омертвлены в фирме на длительный период, т. е. в объеме предоставленных ими ресурсов она будет существовать достаточно долго; что касается краткосрочных обязательств, то они носят конъюнктурный характер, а их величина определяется технологическими особенностями производственно-коммерческой деятельности

фирмы и политикой ее управленческого персонала в отношении краткосрочных активов и обязательств. В этом случае балансовое уравнение и формат баланса как возможной отчетной формы в укрупненной структуре статей имеют следующий вид.

Балансовое уравнение:

$$A - STL = E + LTL. \quad (9.2)$$

Таблица 9.3

БАЛАНС

Актив	Пассив
Внеоборотные активы фирмы (<i>LTA</i>)	Капитал собственников (<i>E</i>)
Оборотные активы (<i>STA</i>)	Долгосрочные обязательства (<i>LTL</i>)
Краткосрочные обязательства (<i>STL</i>) (вычитаются)	
Чистые оборотные активы ($NCA = STA - STL$)	
<i>Баланс</i> (всего активов за минусом краткосрочных обязательств) ($LTA + NCA$)	<i>Баланс</i> (всего долгосрочных источников) ($E + LTL$)

Справедливости ради отметим, что для целей составления отчетности формат, задаваемый балансовым уравнением (9.2), не применяется; подобные балансы используются в основном в финансовом анализе.

Менеджеры и контрагенты. Наиболее распространенным в международной бухгалтерской практике является баланс, в котором в развернутом виде представлены все активы, капитал и обязательства фирмы. Подобный формат позволяет получить достаточно полное представление о генерирующих возможностях фирмы, с одной стороны, и о структуре источников финансирования ее деятельности — с другой. Это демонстрация совокупной мощи активов фирмы и капитала (в широком смысле этого слова), управляемого ее топ-менеджерами. Именно этим и объясняется то обстоятельство, что такой формат нацелен, прежде всего, на фактических и потенциальных менеджеров и контрагентов фирмы, т. е. тех, от кого зависит устойчивость и рутинность (в хорошем смысле этого слова) текущей деятельности. Балансовое уравнение и формат баланса как отчетной формы в укрупненной структуре статей имеют следующий вид.

Балансовое уравнение:

$$A = E + LTL + STL \quad (9.3)$$

Таблица 9.4

БАЛАНС

Актив	Пассив
Внеоборотные активы фирмы (LTA)	Капитал собственников (E)
Оборотные активы (STA)	Долгосрочные обязательства (LTL)
	Краткосрочные обязательства (STL)
<i>Баланс</i> (всего активов) ($A = LTA + NCA$)	<i>Баланс</i> (всего источников финансирования) ($E + LTL + STL$)

Баланс в формате уравнения (9.3) применяется во многих странах, в том числе в России.

Одним их важнейших обобщающих показателей размеров фирмы является валюта баланса. Однако баланс – это сложная конструкция, а потому в подобных пространственно-временных сопоставлениях нужно четко отдавать себе отчет в том числе и о виде балансового уравнения, заложенного в основу конкретного баланса. Так, валюты балансов двух равновеликих фирм со штаб-квартирами в Великобритании и США не сопоставимы, поскольку в национальных бухгалтерских регулятивах и практике учета этих стран предусматриваются различные балансовые уравнения. Этим предопределяется важность понимания сути балансового уравнения и его разновидностей.

Типовые изменения в балансе. В результате финансово-хозяйственной деятельности происходят непрерывные изменения в средствах фирмы и источниках их образования, отражаемые на счетах бухгалтерского учета. Поскольку баланс представляет собой синтез счетов и гипотетически его можно составлять после каждой хозяйственной операции, очевидно, что любая операция меняет состав, структуру и/или значения отдельных балансовых статей. По направлениям и степени влияния на размер и структуру валюты (итога) баланса все множество операций, отражающих факты хозяйственной жизни, подразделяется на четыре типа (см. рис. 9.5).

Первый тип вызывает увеличение валюты баланса, т. е. одновременное и равновеликое увеличение актива и пассива баланса. К нему относятся: оприходование ценностей, полученных от поставщиков; получение на расчетный счет банковского кредита и т. п. Если сумму изменения средств под влиянием первого типа фактов хозяйственной жизни обозначить «X», то первый тип хозяйственных изменений можно представить уравнением:

$$A + X1 = П + X1,$$

где A – показатель актива,

$П$ – показатель пассива баланса.

БАЛАНС			
Статьи актива (средства)		Статьи пассива (источники средств)	
Увеличение, т. е. операции по дебету активных счетов (АС)	Уменьшение, т. е. операции по кредиту активных счетов (АС)	Уменьшение, т. е. операции по дебету пассивных счетов (ПС)	Увеличение, т. е. операции по кредиту пассивных счетов (ПС)
I тип (затрагиваются активный и пассивный счета)			
Д-т АС 100			К-т ПС 100
<i>Результат:</i> увеличение валюты баланса на 100 ед.			
II тип (затрагиваются активный и пассивный счета)			
	К-т АС 100	Д-т ПС 100	
<i>Результат:</i> уменьшение валюты баланса на 100 ед.			
III тип (затрагиваются только активные счета)			
Д-т АС ₁ 100	К-т АС ₂ 100		
<i>Результат:</i> валюта баланса не меняется, происходит лишь перераспределение активов			
IV тип (затрагиваются только пассивные счета)			
		Д-т ПС ₁ 100	К-т ПС ₂ 100
<i>Результат:</i> валюта баланса не меняется, происходит лишь перераспределение пассивов			

Рис. 9.5. Четыре типа изменений в балансе

Второй тип фактов хозяйственной жизни вызывает уменьшение валюты баланса. Примеры: перечисление в бюджет налогов, погашение с расчетного счета кредиторской задолженности. Этот тип изменений в балансе записывают так:

$$A - X_2 = П - X_2.$$

Третий тип фактов хозяйственной жизни вызывает изменения в составе хозяйственных средств при неизменной валюте баланса, когда одна статья актива баланса увеличивается за счет уменьшения другой. Примеры: отгрузка со склада готовой продукции покупателю, получение денег в кассу с расчетного счета, открытие аккредитива за счет собственных оборотных средств. Для третьего типа балансовых изменений уравнение следующее:

$$A + X_3 - X_3 = П.$$

Четвертый тип фактов хозяйственной жизни аналогичен третьему и вызывает изменения в составе источников средств. К таким операциям относятся: погашение задолженности поставщикам за счет кредита банка, удержание подоходного налога с работников и т. д. Математически эти изменения можно выразить так:

$$A = \Pi + X_4 - X_4.$$

Двойственный характер влияния описанных операций предопределен самой природой баланса, заложенной в его структуру принципом двойного двустороннего показа одной и той же совокупности средств, закрепленных за организациями. В теории баланса операции, меняющие валюту баланса, называются *операциями модификации*; не меняющие валюты – *операциями пермутации*.

Оценки, используемые в балансе. Баланс традиционно составляется в оценках по себестоимости, однако бухгалтерские регулятивы, в частности МСФО, не возражают против использования других оценок – например, рыночных.

Принцип нетто. Этим термином обозначается соглашение в бухгалтерском учете, согласно которому статьи по долгосрочным амортизируемым активам показываются в балансе за вычетом соответствующих регулирующих счетов. Дело в том, что подобные активы имеют в учете несколько числовых характеристик. Так, основные средства отражаются на одноименном счете по первоначальной (восстановительной) стоимости; одновременно накапливаются данные о начисленной амортизации. Поэтому возможно различное отражение основных средств в балансе: (1) по первоначальной стоимости с одновременным указанием в пассиве регулирующей (т. е. уточняющей оценку) статьи «Амортизации основных средств»; (2) по остаточной стоимости. В первом случае говорят о балансе-брутто, во втором – о балансе-нетто. К наиболее значимым регулирующим счетам (их еще называют контрарными), уточняющим основную оценку объекта учета, относятся: амортизация нематериальных активов, амортизация основных средств, резерв под обесценение вложений в ценные бумаги, резерв по сомнительным долгам, торговая наценка (скидка). Составление баланса в оценке нетто является общепринятым в международной практике, поскольку следование принципу нетто позволяет избежать очевидного завышения отчетных стоимостных оценок упомянутых активов и обеспечивает большее соответствие этих оценок текущим рыночным ценам. Подробнее см. в работе [Ковалев В., Ковалев Вит., 2006].

Надежность данных баланса. Любая отчетность, в том числе и баланс, ценна лишь в том случае, если у пользователя есть достаточная уверенность в надежности и достоверности приводимых в ней данных. Для организационно-правовых форм бизнеса, каждая бизнес-единица

которых имеет существенную значимость для множества заинтересованных в ее деятельности лиц (прежде всего мы имеем в виду акционерные общества), предусмотрен некий вариант «контроля качества», выражающийся в обязательном прохождении подобными бизнес-единицами аудиторской проверки.

Audit (Audit) – предпринимательская деятельность аудиторов (аудиторских фирм) по осуществлению независимых вневедомственных проверок бухгалтерской (финансовой) отчетности, платежно-расчетной документации, налоговых деклараций и других финансовых обязательств и требований экономических субъектов, а также оказанию иных аудиторских услуг (бухгалтерский учет, оценка, налоговое планирование, управление корпоративными финансами и др.). Основное предназначение аудиторских проверок – подтверждение достоверности проверяемой бухгалтерской отчетности предприятия и соответствия совершенных им финансовых и хозяйственных операций действующим нормативным актам.

Согласно Федеральному закону «Об аудиторской деятельности» любые хозяйствующие субъекты вправе по своему усмотрению нанимать аудиторов, в том числе для проверки своей отчетности. *Инициативный аудит* позволяет как бы «взглянуть на фирму со стороны» и тем самым выявить определенные недочеты в ее работе, видимые опытным экспертам, каковыми являются аудиторы. Цель такого аудита – повысить эффективность работы фирмы. Вместе с тем в Законе определено понятие *обязательного аудита* как ежегодной обязательной аудиторской проверки ведения бухгалтерского учета и финансовой (бухгалтерской) отчетности организации или индивидуального предпринимателя.

Обязательному аудиту подлежат:

- открытые акционерные общества, кредитные и страховые организации, общества взаимного страхования, товарные и фондовые биржи, инвестиционные фонды, государственные внебюджетные фонды, фонды, источниками образования средств которых являются добровольные отчисления физических и юридических лиц;
- организации или индивидуальные предприниматели в случае, когда объем выручки от реализации продукции (выполнения работ, оказания услуг) за один год превышает в 500 тысяч раз установленный законодательством Российской Федерации минимальный размер оплаты труда (МРОТ) или сумма активов баланса на конец отчетного года превышает МРОТ в 200 тысяч раз;
- государственные и муниципальные унитарные предприятия, основанные на праве хозяйственного ведения, если их финансовые показатели соответствуют приведенным в предыдущем подпункте огра-

ничениям (для муниципальных унитарных предприятий законом субъекта РФ финансовые показатели могут быть понижены).

По результатам своей проверки аудиторы готовят отчет, одним из элементов которого является аудиторское заключение. Его итоговая часть как документ, выражающий мнение независимых экспертов о достоверности представленных в отчетности данных, прилагается к отчетности.

Временной аспект. Составление баланса, который может быть предъявлен пользователям, представляет собой весьма утомительную и дорогостоящую процедуру. Поэтому публичная отчетность составляется достаточно редко – по итогам года (обычно календарного). Процесс подготовки отчетности и ее подтверждения аудиторами занимает определенное время, поэтому отчетность попадает пользователям с существенным временным лагом. Отсюда следует очевидный вывод: публичная отчетность и ее информационное ядро – баланс – в принципе не предназначены для принятия решений оперативного характера.

Ограничения в балансе. Бухгалтерскому балансу присущ ряд ограничений, знание которых необходимо для оценки его реальных аналитических возможностей. Укажем наиболее существенные из них.

1. Баланс историчен по своей природе: он фиксирует сложившиеся к моменту его составления итоги хозяйственных операций. Поскольку между датой, на которую составлен баланс, и датой, когда он становится доступным пользователям, проходит достаточно продолжительное время, данные баланса в известном смысле являются устаревшими. Здесь нужно помнить следующее обстоятельство: баланс не предназначен для оперативного управления предприятием, он является информационной основой управленческих решений тактического и стратегического значения.

2. Баланс отражает статус-кво в средствах коммерческой организации, т. е. отвечает на вопрос, что представляет собой коммерческая организация на данный момент, но не отвечает на вопрос, в результате чего сложилось такое положение. Ответ на последний вопрос не может быть дан только по данным баланса. Для этого требуется гораздо более глубокий анализ, основанный не только на привлечении дополнительных источников информации, но и на осмыслении многих факторов, которые не находят отражения в отчетности (инфляция, научно-технический прогресс, финансовые затруднения у смежников и др.).

3. По данным баланса можно рассчитать целый ряд аналитических показателей, однако все они будут, в общем-то, беспомощны, если их не с чем сравнить. Баланс, рассматриваемый изолированно, не обеспечивает пространственной сопоставимости. Поэтому его анализ должен дополняться обзором аналогичных показателей по родственным организациям, их среднеотраслевыми и среднетрендовыми значениями.

4. Интерпретация балансовых показателей возможна лишь с привлечением данных об оборотах. Сделать вывод о том, велики или малы суммы по той или иной статье, можно лишь после сопоставления балансовых данных с соответствующими суммами оборотов. Например, в балансах двух коммерческих организаций по статье «Производственные запасы» числится одинаковая сумма в 2 млн руб. Оборот запасов за год в первой коммерческой организации составляет 24 млн руб., а во второй – 4 млн руб. Следовательно, в первом случае запасы обеспечивают $\frac{1}{12}$ часть годового потребления (месячный запас), а во втором – половину годового потребления (полугодовой запас).

5. Баланс есть свод моментных данных на конец отчетного периода и в силу этого не отражает адекватно состояние средств коммерческой организации в течение отчетного периода. Это относится прежде всего к наиболее динамичным статьям баланса. Так, наличие на конец года больших по удельному весу запасов готовой продукции вовсе не означает, что это положение было в течение года постоянным, хотя сама по себе такая возможность не исключается.

6. Финансовое положение коммерческой организации и перспективы его изменения находятся под влиянием не только факторов финансового характера, но и многих факторов, вообще не имеющих стоимостной оценки. В их числе: возможные политические и общеэкономические изменения, перестройка организационной структуры управления отраслью или коммерческой организацией, профессиональная и общеобразовательная подготовка персонала и т. п. Поэтому анализ баланса является лишь одним из разделов комплексного экономического анализа, использующего не только формализованные критерии и оценки, но и неформальные подходы.

7. Баланс можно составлять двумя основными способами: (а) основываясь на ценах приобретения (исторических ценах); (б) основываясь на оценках по справедливой стоимости. Традиционно преобладает первый вариант. Это приводит к тому, что данные баланса могут существенно отклоняться от текущих рыночных цен.

8. Одна из главных целей функционирования любой коммерческой организации – получение прибыли. Однако именно этот показатель отражен в балансе недостаточно полно. Более того, в настоящее время в формате баланса, рекомендованного приказом Минфина РФ от 22 июля 2003 г. № 67н «О формах бухгалтерской отчетности организаций» вообще не предусмотрено представление чистой прибыли отчетного периода – приводится лишь нераспределенная прибыль, т. е. прибыль, не изъятая собственниками на момент составления баланса.

9. Весьма актуален и для учета, и для анализа вопрос о допустимой и возможной степени унификации баланса. В годы советской власти форматы отчетности утверждались централизованно для предпри-

ятий данной системы (строительство, розничная торговля, потребительская кооперация и др.) и существенно различились по составу статей, что усложняло разработку унифицированных методик анализа баланса. С началом перехода к рыночным отношениям (начало 90-х гг. XX в.) были предприняты определенные усилия по унификации отчетности и уходу от отраслевой специфики. Тем не менее возможность отхода от единого формата, рекомендованного Минфином РФ, сохранена – она предусмотрена, в частности, п. 4 ст. 13 Федерального закона «О бухгалтерском учете», в котором сказано, что «в пояснительной записке должно сообщаться о фактах неприменения правил бухгалтерского учета в случаях, когда они не позволяют достоверно отразить имущественное состояние и финансовые результаты деятельности организации, с соответствующим обоснованием».

Актив баланса. В этой части баланса отражаются активы, контролируемые фирмой и используемые ею для получения доходов. Активы принято подразделять в балансе на две группы: (а) оборотные и (б) внеоборотные (правильнее использовать другое название – необоротные). Последовательность расположения оборотных и внеоборотных активов в балансе имеет страновые особенности. Так, в России традиционно активы в балансе упорядочиваются по возрастанию ликвидности: сначала приводятся наименее ликвидные активы (нематериальные активы, основные средства и др.), а затем более ликвидные – производственные запасы, дебиторская задолженность и денежные средства и их эквиваленты. В странах, придерживающихся англо-американской модели бухгалтерского учета, активы в балансе располагаются ровно в обратной последовательности.

Оборотные активы (Working Capital) – это активы, потребляемые в ходе производственного процесса в течение года или обычного операционного цикла, превышающего двенадцать месяцев в силу специфики технологического процесса, и потому полностью переносящие свою стоимость на стоимость произведенной продукции. Непрерывность технологического процесса предполагает многократное обновление оборотных активов. Обособляются в отдельном разделе бухгалтерского баланса. Как правило, эти активы подразделяются на три большие группы: (а) производственные запасы; (б) дебиторская задолженность и (в) денежные средства и их эквиваленты¹. В контексте производственно-коммерческой деятельности фирмы оборотные активы рассматриваются как элементы технологического процесса, преду-

¹ Под эквивалентами денежных средств традиционно понимаются высоколиквидные ценные бумаги. Эти активы могут быть трансформированы в денежные средства с минимальным временным лагом; кроме того, при крайней необходимости они могут использоваться в качестве средства платежа.

смаатривающего их последовательную трансформацию по схеме, представленной на рис. 9.6:

$$\dots \Rightarrow \text{ДС}_1 \Rightarrow \text{МР} \Rightarrow \text{НП} \Rightarrow \text{ГП} \Rightarrow \text{ДЗ} \Rightarrow \text{ДС}_2 \Rightarrow \dots$$

- где ДС – денежные средства;
 МР – материальные ресурсы (сырье, материалы, полуфабрикаты);
 НП – незавершенное производство;
 ГП – готовая продукция;
 ДЗ – дебиторская задолженность.

Рис. 9.6. Трансформация денежных средств в ходе финансово-хозяйственной деятельности

Из приведенной схемы видно, что вложения, омертвленные, например, в производственных запасах, вновь превратятся в денежные средства лишь спустя некоторое время. Поскольку любой бездействующий или нерационально¹ задействованный актив всегда приводит к прямым или косвенным потерям, имеет существенную значимость контроль за соотношением тех или иных видов активов, динамикой их удельного веса, факторами формирования и др. Именно поэтому в балансе выбирается некий вариант демонстрации структуры оборотных активов; кроме того, более детальная их характеристика может и должна приводиться в аналитических расшифровках и пояснительных примечаниях к балансу. Особое внимание должно уделяться демонстрации и объяснению причин появления неликвидов и просроченных обязательств. Бухгалтерские регулятивы не предусматривают обязанности подобной процедуры, поэтому решение в отношении ее целесообразности принимается фирмой самостоятельно.

Внеоборотные активы (Long-term Assets) определяются как активы хозяйствующего субъекта, не являющиеся оборотными (синоним: долгосрочные активы). Внеоборотные активы, принимающие участие в производственно-коммерческой деятельности, являются амортизируемыми, т. е. перенос расходов, связанных с их приобретением, на себестоимость готовой продукции осуществляется в течение длительного времени путем применения той или иной системы производства амортизационных отчислений. Смысл подобного временного распределения предопределяется необходимостью следования одному из ключевых принципов бухгалтерского учета, согласно которому *доходы должны сопоставляться с расходами, эти доходы обусловившими* (данный принцип обеспечивает логику расчета конечного финансового результата по итогам очередного периода). Внеоборотные активы обособляются в отдельном одноименном разделе бухгалтерского баланса.

¹ В данном случае нерациональность использования означает помимо прочего и необоснованно долгое омертвление денежных средств в активе.

Согласно ПБУ 4/99 «Бухгалтерская отчетность организации» в этом разделе рекомендуется выделять четыре основных подраздела: (1) нематериальные активы; (2) основные средства; (3) доходные вложения в материальные ценности; (4) финансовые вложения. Объединяет эти активы то обстоятельство, что, однажды появившись в предприятии в некоторой материально-вещественной форме как результат предшествующих сделок, они пребывают в этой форме, как правило, в течение более одного года. В балансе внеоборотные активы приводятся в достаточно агрегированном виде; соответствующая аналитика может и должна приводиться в приложении к балансу.

Пассив баланса. В этой части баланса отражаются источники финансирования активов фирмы. Пассив имеет две основные трактовки, условно называемые (а) юридической и (б) экономической (источниковой), причем обе трактовки фактически тесно взаимосвязаны.

Суть первой трактовки такова. Пассив баланса отражает отношения, возникающие в процессе привлечения средств, и потому его интерпретация имеет прежде всего юридический оттенок. Дело в том, что пассивные статьи баланса – это, в определенном смысле, перечисление обязательств предприятия. Напомним, что обязательство в юридическом смысле означает гражданское правоотношение, в силу которого одна сторона (должник) обязана совершить в пользу другой стороны (кредитора) определенное действие (передать имущество, выполнить работу и др.), а кредитор имеет право требовать от должника исполнения его обязанности.

Например, уставный капитал с известной долей условности¹ можно трактовать как обязательство перед собственником по выделенным предприятию основным и оборотным средствам; кредиты банков – обязательство предприятия перед банками по ссудам, полученным на различные цели; кредиторская задолженность есть обязательство перед контрагентами: поставщиками – за полученные товарно-материальные ценности и оказанные услуги; рабочими и служащими – по оплате труда; бюджетом – по налогу на прибыль и другим платежам и т. д. Различного рода фонды и резервы – это обязательства администрации перед коллективом предприятия в целом по производственному и социальному развитию и др. Все эти обязательства законодательным образом ранжируются по обязательности и приоритетности

¹ Условность заключается в том, что с формальных позиций предприятие как юридическое лицо не обязано принимать у своих учредителей-акционеров акции с возмещением их денежного эквивалента. Акционеры могут либо продать свои акции на рынке и тем самым выйти из состава собственников, либо принять совместное решение о ликвидации предприятия и после расчетов с кредиторами получить свою долю в чистых активах фирмы.

их удовлетворения и, кроме того, предоставляют разные права лицам, перед которыми они возникли у хозяйствующего субъекта в связи с привлечением средств.

Помимо юридической возможна и экономическая интерпретация пассива баланса (можно назвать ее также учетно-аналитической, финансово-аналитической, источниковой), согласно которой пассив представляет собой свод источников средств. Возможность отражения источников в балансе предопределена самой сутью двойной бухгалтерии, в рамках которой любой актив получает дополнительную характеристику в виде источника его появления. В простейших операциях источниковый характер пассивных статей легко демонстрируется. Например, в результате предоставленного банком кредита на расчетном счете фирмы появились денежные средства. Поэтому, с одной стороны, средства появились (в активе баланса возросла статья «Расчетный счет»), с другой стороны, появилась задолженность перед банком как источником полученных денежных средств (в пассиве баланса возросла статья «Кредиты и займы»).

Из приведенного примера следует и легко обобщаемый очевидный вывод: любая статья в пассиве должна трактоваться не как собственно финансовые ресурсы, а как некий условный источник, за которым стоит реальное физическое или юридическое лицо, предоставившее хозяйствующему субъекту денежные средства в прямой или опосредованной форме. Поскольку возникшие в связи с предоставлением средств обязательства раньше или позже будут непременно погашены, соответствующий источник вполне может исчезнуть. Источники средств и собственно средства – это совершенно разные категории, поэтому они и представлены в различных разделах – соответственно в пассиве и активе баланса. В этом смысле ставшие уже трафаретными слова «приобрести активы за счет прибыли» не следует понимать буквально, поскольку любая подобная сделка может быть совершена в конечном итоге лишь за счет денежных средств, а не за счет какой-то неосязаемой прибыли. Прибыль – это условный расчетный показатель, а не реальные средства, которые можно использовать в операциях купли-продажи. Иными словами, если в балансе показана прибыль в размере 1 млн руб., это вовсе не означает, что у данного предприятия есть такая сумма на счете или в кассе; более того, предприятие может быть прибыльным и одновременно не иметь наличных денег на выплату заработной платы или дивидендов. Точно так же должен интерпретироваться и термин «капитал», рассматриваемый в контексте источников финансирования или пассивов баланса, – это источник средств, а не собственно денежные ресурсы.

Возможны и другие интерпретации пассива баланса; например, его можно трактовать как план распределения стоимостной оценки активов.

Статьи пассива принято группировать в три раздела:

- капитал и резервы (раздел отражает совокупную «задолженность» фирмы перед своими учредителями; иными словами, итог раздела показывает, какая доля учетной стоимости активов фирмы принадлежит ее собственникам; подразделение на статьи в принципе не играет значимой роли и обусловлено лишь желанием более наглядно представить структуру совокупной доли собственников¹);
- долгосрочные обязательства (в разделе приведены статьи, характеризующие долгосрочную задолженность перед сторонними лицами, которая обязательно должна будет погашена согласно заключенным договорам; долгосрочность означает, что фирма может пользоваться привлеченными средствами более 12 месяцев);
- краткосрочные обязательства (в статьях этого раздела также отражена задолженность перед сторонними лицами, однако, во-первых, она носит краткосрочный характер и, во-вторых, некоторые виды задолженности возникают спонтанно, как результат осуществления финансово-хозяйственной деятельности).

Система показателей баланса в соответствии с рекомендациями ПБУ 4/99 «Бухгалтерская отчетность организации» приведена в приложении 1.

9.4. Отчет о прибылях и убытках

Бухгалтерский баланс позволяет делать определенные суждения об имущественной массе фирмы и источниках ее финансирования, однако не менее важен и другой аспект – эффективность использования ресурсной базы фирмы.

Отчет о прибылях и убытках (Profit and Loss Account/Statement, Income Statement) – это отчет, составляемый по данным бухгалтерского учета и содержащий в упорядоченном виде данные о доходах и расходах (затратах) предприятия, признанных в отчетном периоде, и чистой прибыли (убытке) как разнице между ними. Отчет составляется поквартально (точнее – по итогам трех, шести и девяти месяцев) и по

¹ Не случайно, например, в балансах западных фирм можно видеть одну статью – «Нераспределенная прибыль», тогда как в балансах отечественных предприятий эта статья может быть представлена в различных детализациях – например, в виде совокупности фондов, сформированных за счет этой прибыли.

итогах года (иными словами, в квартальных отчетах все показатели, включая прибыль, приводятся нарастающим итогом). Рекомендательный перечень статей отчета приведен в ПБУ 4/99.

В связи с последними изменениями в отчетности (см. приказ Минфина РФ от 22 июля 2003 г. № 67н «О формах бухгалтерской отчетности организаций», содержащий рекомендательные форматы отчетности) в балансе не предусматривается обязательного обособления чистой прибыли отчетного года – полученная прибыль присоединяется к нераспределенной прибыли прошлых лет и после формирования предусмотренных фондов и резервов остаток нераспределенной прибыли показывается в балансе одной строкой. Это обстоятельство резко повышает значимость отчета о прибылях и убытках в контексте информирования пользователей о финансовом состоянии и финансовых результатах деятельности хозяйствующего субъекта – из документа, дополнявшего баланс и потому носившего в известной степени вспомогательный характер, он превращается в документ, имеющий определенную степень самостоятельности и обладающий исключительной информационной ценностью.

Следует особо подчеркнуть, что алгоритмы формирования прибыли, определяющие структуру отчета о прибылях и убытках, предписываемые соответственно МСФО и российскими регулятивами, формально не имеют существенных различий, однако состав отдельных видов доходов и расходов может не совпадать. Поэтому при подготовке отчетов для иностранных пользователей нужно, по крайней мере, давать четкие комментарии к содержательному наполнению отдельных статей.

В табл. 9.5 приведен уточненный алгоритм увязки статей отчета о прибылях и убытках в соответствии с российскими регулятивами.

Таблица 9.5

Статьи отчета о прибылях и убытках
(российский формат)

Знак в алгоритме расчета чистой прибыли	Показатель
+	Выручка от продажи товаров, продукции, работ, услуг за вычетом налога на добавленную стоимость, акцизов и т. п. налогов и обязательных платежей (нетто-выручка)
–	Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг (кроме коммерческих и управленческих расходов)
=	<i>Валовая прибыль</i>
–	Коммерческие расходы
–	Управленческие расходы
=	<i>Прибыль/убыток от продаж</i>

Окончание табл. 9.5

Знак в алгоритме расчета чистой прибыли	Показатель
+	Проценты к получению
–	Проценты к уплате
+	Доходы от участия в других организациях
+	Прочие операционные доходы
–	Прочие операционные расходы
+	Внереализационные доходы
–	Внереализационные расходы
+	Чрезвычайные доходы
–	Чрезвычайные расходы
=	<i>Прибыль/убыток до налогообложения</i>
+	Отложенные налоговые активы (разность между дебетовым и кредитовым оборотами за отчетный период по одноименному счету 09 по операциям, корреспондирующим со счетом 68 «Расчеты по налогам и сборам»; может быть как положительной, так и отрицательной)
–	Отложенные налоговые обязательства (разность между кредитовым и дебетовым оборотами за отчетный период по одноименному счету 77 по операциям, корреспондирующим со счетом 68; может быть как положительной, так и отрицательной)
–	Текущий налог на прибыль (с учетом корректировки приведенной выше статьи «Прибыль/убыток до налогообложения» на штрафные санкции по расчетам с бюджетом и государственными внебюджетными фондами, которые, согласно ст. 270 НК РФ, не должны уменьшать налогооблагаемую прибыль, т. е. на сумму подобных штрафов следует увеличить прибыль до налогообложения)
=	Чистая прибыль (нераспределенная прибыль) (чистый убыток)

В табл. 9.6 приведен один из алгоритмов увязки статей отчета о прибылях и убытках, рекомендуемых МСФО.

Таблица 9.6

Статьи отчета о прибылях и убытках
(формат МСФО)

Знак в алгоритме расчета чистой прибыли	Показатель
+	Выручка
–	Себестоимость продаж
=	Валовая прибыль

Окончание табл. 9.6

Знак в алгоритме расчета чистой прибыли	Показатель
+	Прочие операционные доходы
–	Коммерческие расходы
–	Управленческие расходы
–	Прочие операционные расходы
=	Операционная прибыль
–	Проценты к уплате
+	Доход от ассоциированных компаний (т. е. доход от участия в других фирмах)
=	Прибыль до вычета налогов
–	Налог на прибыль
=	Прибыль после вычета налогов
–	Доля миноритариев
=	Чистая прибыль от обычной деятельности
–/+	Результаты чрезвычайных обстоятельств
=	Чистая прибыль за период

Заметим, что показатели отчета могут составляться в различных оценках. Например, известная корпорация «BP p.l.c.» (бывшая «British Petroleum») отражает себестоимость продаж в ценах замещения, что позволяет учитывать влияние инфляции.

Для целей анализа и финансового менеджмента структура отчета о прибылях и убытках нередко меняется: в частности, обособляются амортизационные расходы, что позволяет рассчитывать такой важный показатель, как уровень операционного левериджа. Подобное обособление имеет двоякий смысл. Во-первых, амортизационные отчисления принципиально отличаются от других расходов, поскольку отражаются лишь на значении прибыли, но не затрагивают реальных денежных потоков, т. е. движения денежных средств. Во-вторых, становится возможным определить уровень операционного риска как возможность покрытия материальных постоянных затрат (грубо говоря, независимо от того, используются или нет основные средства, вложенные в них денежные средства нужно возмещать через механизм амортизации).

9.5. Приложения к базовым отчетным формам

Базовые отчетные формы – бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках – целесообразно оптимизируются в отношении состава статей: действительно, с одной стороны, пользователи желали бы ви-

деть как можно более полную картину об имуществе, капитале, обязательствах, доходах и расходах фирмы, с другой стороны, излишняя детализация основных форм может, в частности, существенно осложнить восприятие содержащейся в них информации. Выход находят в дополнении основных форм приложениями. Российское бухгалтерское законодательство и МСФО в этой части в достаточной степени согласованы. Приведем краткую характеристику вспомогательных форм годовой отчетности.

Отчет о движении капитала (Statement of Shareholders' Equity) содержит показатели о состоянии и движении: (а) капитала собственников фирмы (уставного, добавочного и резервного капитала, а также нераспределенной прибыли) и (б) сформированных резервов (резервов, созданных в соответствии с законодательством и учредительными документами оценочных резервов и резервов предстоящих расходов). Кроме того, приводятся данные о факторах изменения отдельных видов капитала и резервов. Движение каждого вида капитала (резерва) построено по принципу следующего балансового уравнения:

$$OC_n + P_o - I_o = OC_k, \quad (9.4)$$

где OC_n – остаток средств различных видов капитала, резервов и фондов на начало отчетного периода;

P_o – увеличение капитала (поступило в отчетном году);

I_o – уменьшение капитала (израсходовано в отчетном году);

OC_k – остаток средств различных видов капитала, резервов и фондов на конец отчетного периода.

Сведения об остатках средств определяются по данным бухгалтерского учета. Детализация показателей по строкам увеличения и уменьшения капитала в общем случае приведена в ПБУ 4/99. В частности, увеличение капитала (показатель P_o) происходит за счет: дополнительной эмиссии акций, переоценки имущества, реорганизации юридического лица (слияние, присоединение), а также за счет доходов, которые в соответствии с правилами бухгалтерского учета относятся непосредственно на увеличение капитала. При характеристике выбытия капитала в отчетном году (показатель I_o) следует отдельно рассматривать уменьшения за счет: снижения количества акций, реорганизации юридического лица (разделение, выделение), уменьшения номинала акций и, соответственно, уменьшения за счет расходов, которые в соответствии с правилами бухгалтерского учета относят непосредственно в уменьшение капитала.

Отчет о движении денежных средств (Cash Flow Statement) – это отчет, составляемый по данным бухгалтерского учета и характеризующий имевшие место в отчетном периоде источники появления и на-

правления использования денежных средств в фирме в разрезе текущей, инвестиционной и финансовой деятельности.

В приказе Минфина от 22 июля 2003 г. № 67н «О формах бухгалтерской отчетности организаций» разъяснено, что для целей составления отчета:

- под *текущей* деятельностью понимается деятельность организации, преследующая извлечение прибыли в качестве основной цели либо не имеющая извлечение прибыли в качестве такой цели в соответствии с предметом и целями деятельности, т. е. производством промышленной, сельскохозяйственной продукции, выполнением строительных работ, продажей товаров, оказанием услуг общественного питания, заготовкой сельскохозяйственной продукции, сдачей имущества в аренду и др.
- под *инвестиционной* деятельностью понимается деятельность организации, связанная с приобретением земельных участков, зданий и иной недвижимости, оборудования, нематериальных активов и других внеоборотных активов, а также их продажей; с осуществлением собственного строительства, расходов на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические разработки; с осуществлением финансовых вложений (приобретение ценных бумаг других организаций, в том числе долговых, вклады в уставные (складочные) капиталы других организаций, предоставление другим организациям займов и т. п.).
- под *финансовой* деятельностью понимается деятельность организации, в результате которой изменяются величина и состав собственного капитала организации, заемных средств (поступления от выпуска акций, облигаций, предоставления другими организациями займов, погашение заемных средств и т. п.).

Отчет о движении денежных средств строится на основе следующего балансового уравнения:

$$ДС_{\text{н}} + ДС_{\text{п}} - ДС_{\text{в}} = ДС_{\text{к}}, \quad (9.5)$$

где $ДС_{\text{н}}$ – остаток средств на начало отчетного периода;

$ДС_{\text{п}}$ – поступило денежных средств в течение отчетного периода;

$ДС_{\text{в}}$ – выбыло денежных средств в течение отчетного периода;

$ДС_{\text{к}}$ – остаток на конец отчетного периода.

Сведения об остатках денежных средств для включения в отчетность выявляются по данным бухгалтерского учета и подтверждаются в ходе инвентаризации. Что касается сведений о движении средств, их достаточно подробная детализация приведена в п. 29 ПБУ 4/99. В частности, в состав показателя $ДС_{\text{п}}$ входят поступления: от продажи продукции, товаров, работ, услуг; от продажи основных средств и иного имущества; авансы, полученные от покупателей (заказчиков); бюджет-

ные ассигнования и иное целевое финансирование; кредиты и займы полученные; дивиденды, проценты по финансовым вложениям; прочие поступления. Соответственно, выбытие денежных средств (показатель ДС_в) складывается из: оплаты товаров, работ, услуг; оплаты труда; отчислений в государственные внебюджетные фонды; выдачи авансов; финансовых вложений; выплаты дивидендов, процентов по ценным бумагам; перечислений в бюджет; оплаты процентов по полученным кредитам; прочих выплат и перечислений.

Отчет о движении денежных средств может быть составлен двумя способами: прямым и косвенным. Первый способ подразумевает движение от счетов (последовательный перебор всех операций по счетам денежных средств и их разnosку по статьям отчета, т. е. по разделам, характеризующим текущую, инвестиционную и финансовую деятельности); второй способ предполагает корректировку отчетной прибыли на операции, отражавшиеся на величине прибыли, но не предполагавшие реального движения средств (например, начисление амортизации уменьшает величину прибыли, но не затрагивает величину денежных средств, поэтому сумма начисленных за отчетный период амортизационных отчислений должна быть добавлена к величине прибыли). Подробнее о методах составления отчета о движении денежных средств см. [Международные стандарты финансовой отчетности, 2005, с. 358–381].

Приложение к бухгалтерскому балансу. Международными стандартами финансовой отчетности структура приложений к базовой отчетности никаким образом не регламентируется. В нашей стране имеется давняя традиция указывать бухгалтерам форматы всех форм отчетности. Отчетная форма № 5 «Приложение к бухгалтерскому балансу» в плане аналитики наиболее объемна. Здесь приводятся расшифровка по видам и движение нематериальных активов, основных средств, доходных вложений, расходов на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические работы, финансовых вложений, дебиторской и кредиторской задолженности и др.

Пояснительная записка. В западной учетно-аналитической практике подобного документа нет, точнее, он представлен, по сути, различными аналитическими разделами годового отчета и пояснительными примечаниями к отдельным статьям баланса и отчета о прибылях и убытках. Отечественными регулятивами (например, Федеральным законом «О бухгалтерском учете») такой документ предусмотрен, однако в ПБУ 4/99 он не раскрывается, а, по сути, заменяется двумя блоками поясняющей информации: (а) пояснениями к бухгалтерскому балансу и отчету о прибылях и убытках и (б) информацией, сопутствующей бухгалтерской отчетности. В первый блок отнесены сведения об учетной политике, расшифровки и дополнения к показателям ос-

новых отчетных форм (приводится рекомендательный перечень: динамика нематериальных активов и основных средств, количество выпущенных акций, состав затрат на производство и др.). Во второй блок отнесены сведения о динамике важнейших экономических и финансовых показателей фирмы за ряд лет, планируемое развитие фирмы, предполагаемые капитальные и долгосрочные финансовые вложения, политика в отношении заемных средств, управление рисками, политика в области НИОКР и природоохранных мероприятий и др.

Из всего перечисленного перечня данных обязательным является раздел «Учетная политика». Согласно ПБУ 1/98 под *учетной политикой* организации понимается «принятая ею совокупность способов ведения бухгалтерского учета – первичного наблюдения, стоимостного измерения, текущей группировки и итогового обобщения фактов хозяйственной деятельности». Эта политика должна разрабатываться на основе постулатов (допущений) и принципов (требований) бухгалтерского учета, декларированных в нормативных документах. Кроме того, она должна быть уместной для принятия управленческих решений и практически реализуемой.

В методической литературе можно найти рекомендации по составлению учетной политики (см., например, [Ковалев, Патров, Быков]). В частности, перечень вопросов, подлежащих раскрытию в учетной политике, может быть сгруппирован в два крупных раздела: (1) вопросы методического характера и (2) вопросы организационно-технического характера.

В первом блоке могут декларироваться такие положения, как: (а) подтверждение следованию действующим в стране правилам бухгалтерского учета и отчетности; (б) раскрытие фактов неприменения регламентированных регулятивами правил бухгалтерского учета; (в) раскрытие существенных изменений в отношении состава и представления отчетных данных, осуществленных, в частности, в целях обеспечения их сопоставимости в динамике; (г) раскрытие корректировок в связи с изменением учетной политики; (д) порядок амортизации нематериальных активов и основных средств; (е) оценка товаров (используются розничные или покупные цены); (ж) оценка производственных запасов (ФИФО, ЛИФО и др.); (з) оценка незавершенного производства; (и) база для распределения косвенных расходов; (к) вариант учета общехозяйственных расходов; (л) перечень и порядок создания резервов; (м) метод определения выручки; (н) порядок начисления и выплаты дивидендов и др.

Во втором блоке декларируются: (а) структура бухгалтерской службы фирмы и принципы организации ее работы; (б) рабочий план счетов; (в) форма бухгалтерского учета; (г) виды инвентаризаций и порядок их проведения; (д) формы первичных документов; (е) внут-

ренная отчетность; (ж) система и организация внутрифирменного контроля и др.

Резюме. Несложно понять, что приложения к базовым отчетным формам несут в основном информационно-аналитическую нагрузку. Уместно заметить, что в экономически развитых странах годовые отчеты крупных фирм содержат весьма большой объем аналитической информации. В этом смысле практика российских бухгалтеров существенно скромнее. Можно указать три основные причины этого. Во-первых, российские бухгалтеры традиционно замыкаются на выполнении контрольной функции, тем самым искусственно ограничивая свои потенциальные возможности. Во-вторых, бухгалтеры старой формации также традиционно негативно относятся к любым аналитическим выкладкам (подоплека этого становится если не оправданной, то хотя бы понятной, если вспомнить о сути и содержании насаждавшегося в годы советской власти анализа хозяйственной деятельности¹). В-третьих, российские (советские) бухгалтеры привыкли работать в условиях предписательных регулятивов, тогда как современный учет предполагает вариативность в методах и оценках. А потому, если не затребовать от бухгалтера аналитики (хотя бы в виде некоторой стандартной формы), то он, как правило, и не будет предоставлять какой-либо аналитики. Как показывает практика, ситуация в этом направлении меняется очень медленно.

9.6. Международные стандарты финансовой отчетности

Крупный бизнес как правило не ограничивается рамками одной страны. Следствием этого является постоянно идущий и динамично развивающийся процесс интернационализации рынков капитала, материальных ресурсов, труда, продукции. Необходимым фактором данного процесса служит надлежащее информационное сопровождение бизнес-процессов. Любая компания, в том числе транснациональная, зарегистрирована в какой-то стране, а потому она вынуждена следовать ее национальным регулятивам в области учета и отчетности. Поскольку учет имеет национальную специфику, возникает проблема доверия отчетным данным в международном контексте.

Модели бухгалтерского учета. В настоящее время в мире существуют четыре модели: англо-американская, континентальная, стран с транзитивной экономикой и исламская. Суть англо-американской модели заключается: (а) в ориентации учета (точнее, его конечного

¹ Об эволюции прикладной аналитической науки и практики в нашей стране см.: [Ковалев, 2003(а); Ковалев, В., Ковалев Вит., 2005].

продукта – отчетности) на широкий класс инвесторов и (б) в регулировании учета главным образом через систему неких общих правил (называемых стандартами), разрабатываемых профессиональным сообществом. Континентальная модель в значительной степени строится исходя из приоритетов крупных институциональных инвесторов (прежде всего, речь идет о банковских структурах) и интересов государства в части налогообложения бизнеса, что автоматически предопределяет сравнительно большую регулируемость и стандартизованность учета и принятие во внимание социальных аспектов ведения бизнеса. Так, в США учет регулируется с помощью специальных регулятивов, называемых общепринятыми принципами бухгалтерского учета (ГААП), носящими рекомендательный характер, тогда как, например, во Франции существуют закон и декрет о бухгалтерском учете, дополненные единым планом счетов, обязательным для всех компаний. В группу стран с транзитивной экономикой относят бывшие социалистические страны, которые постепенно меняют использовавшуюся ими в прежние годы систему учета, отличавшуюся жестким централизованным руководством со стороны государства, имея целью в конечном итоге выйти на одну из первых двух моделей (в основном имеет место тенденция в сторону англо-американской модели). Исламская модель, так же как и континентальная, основывается на макроэкономическом подходе, т. е. интересы государства, прежде всего в области налогообложения, должны находить непосредственное отражение в учете и отчетности. Кроме того, учет строится под существенным влиянием Корана, религиозная этика рассматривается в качестве ключевого элемента в ведении бизнеса вообще и учета в частности. К ключевым аспектам исламского учета относятся так называемый закятный¹ учет, накладывающий некоторые специфические требования на представление активов и обязательств предприятия, способствующие более точному исчислению закята, использование рыночных оценок при составлении отчетности, расчет и демонстрация добавленной стоимости и др. (подробнее см. [Ларионов, Аль-Шарайрех]).

Упомянутые модели имеют очень много общего; более того, тенденции таковы, что англо-американская модель становится в известном смысле центром тяготения, к которому постепенно сдвигаются и другие модели (см. [Мюллер, Гернон, Миик; Comparative International Accounting]). Суть общей тенденции в регулировании учета заключается в безусловном акценте на профессиональное мнение – учет должен регулироваться не чиновниками, но, прежде всего, про-

¹ Закят – налог с богатства в пользу нуждающихся мусульман, уплата которого, по мнению мусульманских правоведов, «очищает» плательщика, делает безгрешным пользование богатством, с которого уплачен налог.

фессионалами (бухгалтерами и финансистами), которые и должны разработать единые стандарты учета и составления отчетности, уст-раивающие по основным параметрам всех заинтересованных лиц.

Международные координаторы в области учета и финансов. Для координации усилий по определенному сближению моделей и систем бухгалтерского учета в общемировом контексте национальные институты (т. е. профессиональные организации, ответственные в стране за регулирование учета), как правило, объединяются в различные международные организации; в настоящее время три подобные организации играют наиболее важную роль в унификации учета: Комитет по международным стандартам бухгалтерского учета (IASC), Международная организация комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) и Международная федерация бухгалтеров (International Federation of Accountants, IFAC).

Комитет по международным стандартам бухгалтерского учета (IASC) был основан в 1973 г. ведущими профессиональными бухгалтерскими организациями Австралии, Великобритании, Германии, Голландии, Ирландии, Канады, Мексики, Франции, США и Японии. В настоящее время в состав Комитета входят представители бухгалтерских и финансовых кругов из различных национальных и международных институтов. Основная задача IASC – гармонизация международной практики учета и отчетности через систему так называемых международных стандартов финансовой отчетности (МСФО). С 1 апреля 2001 г. функции комитета были переданы вновь учрежденной организации – Совету по международным стандартам бухгалтерского учета (International Accounting Standards Board, IASB), которая в настоящее время и занята реструктуризацией и переработкой МСФО в контексте проекта конвергенции (т. е. сближения) систем и моделей бухгалтерского учета.

Интересы рынков капитала опосредованно представляет *Международная организация комиссий по ценным бумагам и биржам* (IOSCO), объединяющая специалистов из национальных государственных институтов, ответственных за организацию и функционирование рынков капитала. С середины 80-х годов XX в. IASC и IOSCO постоянно координируют свои действия и разрабатывают совместные проекты по гармонизации учета.

Международная федерация бухгалтеров (IFAC) была создана в 1977 г. и в настоящее время объединяет 156 национальных бухгалтерских организаций из 114 стран мира, представляющих в общей сложности более 2,4 млн бухгалтеров. Это единственная международная организация, объединяющая представителей бухгалтерской профессии из частного и государственного секторов экономики, сферы аудиторско-консультационных услуг, образования. Цель Федерации –

развитие и гармонизация бухгалтерского учета в мире, а ее деятельность осуществляется через специально созданные комитеты.

Гармонизация и стандартизация учета. Эти понятия используются для обозначения мероприятий, проводимых международными бухгалтерскими и финансовыми организациями по сближению национальных моделей и систем бухгалтерского учета. Начало работе по координации учета в международном контексте было положено в 1904 г., когда в Сент-Луисе (США) прошел первый Международный конгресс бухгалтеров, однако в акцентированном виде мысль о разработке унифицированных стандартов учета была озвучена позднее – на седьмом конгрессе, проходившем в Амстердаме в 1959 г. В 1961 г. в рамках ЕС была сформирована Исследовательская группа по проблемам бухгалтерского учета (Groupe d'Etudes), цель которой состояла в формировании концепции развития учета в странах сообщества. Результатом работы группы стали нормативные документы (Директивы), основные положения которых включены в национальные версии Закона о компаниях стран – членов ЕС. Директивы были призваны гармонизировать учет в рамках ЕС. Идея гармонизации в следующем: в каждой стране может быть собственная система учета, однако все эти системы должны находиться между собой в гармонии, согласуясь с базовыми требованиями Директив.

Идея стандартизации развивается с 1973 г. Комитетом по международным стандартам бухгалтерского учета (IASB) и заключается в следующем: необходимо разработать единый для всех стран набор бухгалтерских стандартов, которому и должны следовать все бухгалтеры. За годы своей деятельности Комитет разработал около 40 стандартов, однако они так и не получили международного признания, в том числе со стороны ведущих фондовых бирж.

Международные стандарты финансовой отчетности. Этим термином обозначается совокупность регулятивов, содержащих унифицированные принципы ведения бухгалтерского учета и составления отчетности. В эту совокупность входят: (а) предисловие (введение) к стандартам; (б) принципы подготовки и составления финансовой отчетности; (в) собственно стандарты; (г) интерпретации международных стандартов финансовой отчетности. Первые международные стандарты (около 40 наименований) были разработаны Комитетом по международным стандартам бухгалтерского учета (IASB) и назывались International Accounting Standards (IAS). С 2001 г. стандарты разрабатываются Советом по международным стандартам финансовой отчетности (IASB) и носят название Financial Reporting Standards (IFRS).

Значительное место в стандартах отводится терминологии, определениям различных понятий и категорий. Конкретные бухгалтерские счета, а тем более проводки, не упоминаются, да это и невозможно сде-

вать. Иными словами, стандарты, во-первых, являются в большей степени финансовыми документами, нежели бухгалтерскими и, во-вторых, они имеют очевидное методологическое значение, т. е. не являются инструкциями по ведению учета. Финансовая ориентированность МСФО особенно отчетливо проявилась в последние годы – как последние из утвержденных, так и находящиеся в разработке стандарты в значительной степени связаны с рынками капитала, что предполагает существенное повышение требований в отношении подготовки бухгалтеров по вопросам анализа и финансового менеджмента (финансовые вычисления, оценка финансовых активов и обязательств в условиях рынка, использование различных стоимостных оценок, оценка и управление финансовой структурой, учет стоимости источников, оценка риска и др.). Кроме того, поскольку в условиях рынка особую значимость имеет надлежащее оформление и исполнение договоров, причем, как правило, бухгалтер прямо или косвенно участвует в их заключении (по крайней мере в плане финансового их обоснования), к современному бухгалтеру предъявляются все более высокие требования в отношении его правовой подготовки. МСФО носят рекомендательный характер. Перечень стандартов приведен в приложении 2.

Россия высказалась за последовательное приближение к стандартам: поначалу их требования будут распространены на консолидированную отчетность, в дальнейшем – на отчетность листинговых компаний. Вопрос о степени распространенности стандартов на всю систему национального учета будет решаться позднее, тем не менее, понятно, что ключевые идеи, заложенные в МСФО, принимаются во внимание при разработке российских положений по бухгалтерскому учету.

Процесс конвергенции. Под *конвергенцией* (Convergence) понимается процесс сближения моделей бухгалтерского учета, выражающийся фактически в сближении систем национальных стандартов с МСФО (IAS, IFRS). Поскольку во многих странах американские бухгалтерские стандарты (US GAAP) рассматриваются как некий образец международных стандартов¹, процесс конвергенции в значительной степени сводится к сближению US GAAP и МСФО. Проблема определенного противоречия между МСФО и US GAAP коренится в различии подходов к сути и логике регулирования, исповедуемых в рамках соответственно континентальной и англо-американской моделей учета (заметим, что по этому вопросу Великобритания находится на позициях континентальной школы). Представители континен-

¹ Американские биржи предъявляют требование следования US GAAP к компаниям, претендующим на включение в листинги. Учитывая значимость американских фондовых рынков в международном контексте, не сложно понять, почему американские бухгалтерские стандарты получили неформальный статус международных регулятивов.

тальной школы считают, что в основе стандартов должны быть *принципы* с ограниченными указаниями по их применению; американцы ратуют за *правила* с более детализированными указаниями по их применению. Континентальный подход базируется на исповедуемой британскими специалистами концепции достоверности и непредвзятости (*true and fair view*), американский подход предполагает более жесткую регулируемость и заданность (не случайно британцы имеют около трех десятков национальных стандартов, а американцы около 160). Проект по конвергенции систем бухгалтерского учета в определенном смысле является продолжением и развитием процессов гармонизации и стандартизации учета; смысловое содержание всех этих процессов сводится к намерению конструирования некоторого инварианта правил ведения учета, которые были бы едиными для мирового бухгалтерского сообщества. Идея сближения учетных систем стала вновь актуальной после прошедших в начале XXI в. нескольких финансовых скандалов с крупными американскими корпорациями и кризисам на финансовых рынках. Тогда и было объявлено о начале проекта конвергенции под эгидой Международной федерации бухгалтеров (IFAC). Собственно работа по реструктуризации и переработке МСФО ведется Советом по международным стандартам бухгалтерского учета (IASB).

Резюме. Современные тенденции в области учета и прикладных финансов свидетельствуют о существенном изменении роли бухгалтера в управленческой иерархии в фирме. Дело в том, что бухгалтеры (имеются в виду представители бухгалтерской профессии в экономически развитых странах) давно стремились занять более активную позицию в управлении бизнесом и, как представляется, в настоящее время как никогда близки к достижению этой цели. Вместе с тем изменение сущности работы высшего бухгалтерского персонала предполагает и новое понимание тех знаний и навыков, которыми в этом случае должен владеть бухгалтер, равно как и требований, ему предъявляемых. Эти требования не только составляют суть новых реалий в современном учете, но и в немалой степени определяют тенденции его развития. Основными из них являются: (а) умение принимать решения в ситуациях с многовариантными исходами; (б) необходимость учета психологической компоненты в работе бухгалтера; (в) надлежащая юридическая подготовка; (г) осознание сущности и техники операций инвестирования и финансирования; (д) понимание сути и принципов функционирования финансовых рынков; (е) свободное владение техникой финансовых вычислений; (ж) умение применять технику финансового анализа; (з) понимание международных бухгалтерских регулятивов и практик (подробнее см.: [Ковалев, 2003(б)]).

В западной научной и профессиональной среде все отчетливее высказывается мнение о том, что по мере глобализации финансовых рынков, интернационализации бизнеса и усиления значимости бухгалтерской службы в управленческом процессе бухгалтер все в большей степени вынужден брать на себя функции финансового менеджера (последнее в особенности справедливо в отношении главного бухгалтера, нередко являющегося по сути финансовым директором). Иными словами, тенденции таковы, что в бухгалтерской работе доминанта контрольной и чисто счетоводной функций все в большей степени ослабевает, а бухгалтер становится весьма важным участником процесса управления финансами. Международные стандарты финансовой отчетности представляют собой одно из ярчайших проявлений смыкания бухгалтерского и финансового аспектов управления современной фирмой.

Материалы для самостоятельной работы

Дайте определение следующим ключевым понятиям: актив, неликвид, капитал, обязательство, экономический, имущественный и финансовый потенциалы, право собственности, публичность отчетности, баланс-брутто, баланс-нетто, балансовое уравнение, валюта баланса, контрарный счет, регулирующая статья, внеоборотные активы, оборотные активы, гармонизация и стандартизация учета.

Вопросы для обсуждения

1. Дайте описание типовых решений финансового характера, принимаемых различными лицами. Какая информация нужна для этой цели?
2. Дайте определение понятия «информация» и прокомментируйте его.
3. В какой степени можно говорить о необходимом минимуме отчетных форм? Нельзя ли рассматривать отчет о прибылях и убытках как дополнение к балансу?
4. Какие трактовки термина «баланс» вы знаете?
5. В чем вы видите достоинства и недостатки баланса?
6. Взаимосвязаны ли отчетные формы? В чем суть логической взаимосвязи? Приведите примеры информационных числовых взаимосвязей.
7. При каких условиях некоторый ресурс может признаваться как актив и отражаться на балансе фирмы?
8. Какие варианты формирования актива баланса вы знаете? Дайте их сравнительную характеристику.
9. Одна из интерпретаций актива баланса состоит в понимании его как описи имущества. Приведите примеры статей актива, которые вряд ли можно считать имуществом предприятия.

10. Можно ли строить баланс, основываясь на понятии права собственности? Если да, то какие проблемы возникают в этом случае?
11. Может ли быть на балансе предприятия имущество, не принадлежащее ему на праве собственности?
12. В чем смысл балансового уравнения?
13. Можно ли утверждать, что баланс-нетто безоговорочно предпочтительнее баланса-брутто или наоборот? Приведите вашу аргументацию.
14. Зачем нужны контрарные счета?
15. Приведите различные варианты построения баланса с позиции учета и отражения в отчетности регулирующих статей.
16. Что такое неликвид? Приведите примеры.
17. Дайте интерпретацию и приведите примеры различных оценок основных средств.
18. Рассмотрите различные виды активов фирмы. Какие оценки могут быть использованы для их характеристики?
19. В чем достоинства и недостатки следования принципу исторических цен?
20. Приведите примеры хозяйственных операций для каждого из четырех типов изменений баланса.
21. Можно ли утверждать, что увеличение валюты баланса является безусловно положительной тенденцией и свидетельствует об успешной финансовой деятельности предприятия? Приведите примеры в обоснование вашей позиции.
22. Бухгалтерские данные считаются наиболее объективными и достоверными. Так ли это? В чем вы видите их объективность и достоверность? Приведите примеры, показывающие, что достоверность отчетных данных не следует понимать буквально.
23. Почему англо-американская модель бухгалтерского учета доминирует в мире?
24. Охарактеризуйте процессы гармонизации, стандартизации и конвергенции.

Глава 10

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСАМИ ФИРМЫ

После изучения этой главы вы сможете получить представление:

- о классификации видов экономического анализа;
- о логике процедур анализа финансовой отчетности;
- о методах и технике управления денежными потоками в фирме;
- о подходах к определению прибыли;
- о методах управления различными видами активов фирмы;
- об источниках финансирования фирмы и способах управления ими.

В разд. 1.8 были обособлены основные функции и задачи деятельности финансового менеджера, понимаемой как рутинный повторяющийся процесс управления финансами фирмы. Кроме того, сформулированы ключевые вопросы, которые, по мнению автора, выражают самую суть работы финансового менеджера в контексте каждого обособленного раздела. В данной главе мы рассмотрим логику процедур и действий менеджера, способствующих ответу на эти вопросы.

10.1. Анализ и планирование в системе управления фирмой

Анализ и планирование предшествуют принятию любого неспонтанного решения. Сказанное имеет особо важное значение, если речь идет об управлении финансами фирмы. Непродуманное или надлежащим образом не обоснованное решение может иметь для фирмы катастрофические последствия. Безусловно, анализ и планирование затратны по своей сути, однако в разумных объемах эти затраты не только оправданны, но и необходимы.

10.1.1. Анализ в контексте управления деятельностью фирмы

Анализ (без привязки его к хозяйственной деятельности и выделения в самостоятельную науку) существует с незапамятных времен, являясь весьма емким понятием, лежащим в основе всей практической и научной деятельности человека. Это слово имеет греческое происхождение; в русском языке оно появилось в XVIII в. и было заимствовано из французского. *Анализ* в буквальном смысле означает познавательную процедуру мысленного, а также часто и реального расчленения объекта или явления на части; процедурой, обратной анализу, является синтез, с которым анализ часто сочетается в практической или

познавательной деятельности. В зависимости от характера исследуемого объекта, сложности его структуры, уровня абстракции используемых в процессе познания подходов и практических способов их реализации анализ выступает в различных формах, часто являясь синонимом исследования вообще как в естественных, так и в общественных науках (химический анализ, математический анализ, экономический анализ, финансовый анализ и т. п.).

Анализ имманентно присущ процессу управления. Это означает, что аналитические процедуры в том или ином варианте и с той или иной степенью формализации выполняют все лица, которым приходится принимать управленческие решения. Отсюда следует очевидный вывод: анализ исключительно вариабелен по субъектам исполнения, объектам приложения, методам, технике и др. Не случайно и в теории, и на практике можно встретиться с огромным числом разновидностей анализа, нередко четко не определяемых, взаимно пересекающихся, а иногда и попросту надуманных. Тем не менее существует и некое понятие, обобщающее всю совокупность аналитических процедур в экономике и называемое экономическим анализом.

В наиболее общем виде под *экономическим анализом* (Economic Analysis) можно понимать анализ в экономике как совокупности отношений, возникающих в процессе производства, обмена, распределения и потребления благ. Известный австрийский экономист Й. Шумпетер (1883–1950), не давая формального определения экономического анализа, обозначил этим термином владение техникой анализа в четырех областях: истории, статистике, «теории» и экономической социологии. По его мнению, результаты и выводы в ходе любого экономического исследования должны формироваться с обязательным совместным использованием техники исторического, статистического, теоретического и социологического анализов [Шумпетер, т. 1, с. 14–25]. Первый аспект означает, что любое явление должно рассматриваться в процессе его становления и развития: «никто не сможет понять экономические явления... без должного владения историческими фактами, надлежащего исторического чутья и того, что может быть названо историческим опытом». Второй аспект указывает на то, что выводы и рекомендации должны подкрепляться количественными фактами и расчетами, при этом статистика (т. е. информационное сырье) нужна «не только для объяснения фактов, но и для того, чтобы точно установить, что же подлежит объяснению». Вместе с тем Шумпетер справедливо отмечал, что «овладение современными методами статистического анализа – необходимое, хотя и недостаточное условие корректного экономического исследования». Третий аспект означает, что при проведении анализа необходимо «голые факты» подкреплять обобщающими гипотезами, которые, с одной стороны, подсказываются фактами, а с другой стороны, объяс-

няют их. Не случайно Шумпетер отмечал, что хотя история экономической мысли начинается с письменных источников теократических государств Древнего мира, история экономического анализа начинается только с древних греков, когда появились первые теоретические обобщения в работах Платона и Аристотеля [Шумпетер, т. 1, с. 63]. Согласно четвертому аспекту любой анализ в экономике должен строиться с учетом человеческого фактора. В объяснение этого тезиса Шумпетер приводит высказывание Г. Кольма о том, что «экономический анализ исследует устойчивое поведение людей и его экономические последствия» [Цит. по : Шумпетер, т. 1, с. 24]. Данное определение Шумпетер считал весьма удачным. А потому «анализ» в трактовке Шумпетера в известном смысле можно понимать как аналог понятия «метод познания».

В рамках общей экономической теории принято выделять макро- и микроэкономику. Макроэкономика занимается исследованием функционирования национальных экономических систем на основе формирующихся макропропорций (объекты изучения: общий уровень цен, занятость, национальный продукт, государственный бюджет, рынки продуктов, труда и капитала и др.). Микроэкономика исследует поведение отдельных экономических закономерностей и (или) субъектов (объекты изучения: цена отдельного ресурса, издержки, механизм функционирования фирмы, полезность, конкурентность, мотивация труда, действия потребителя и др.). Совокупности аналитических процедур в системе макро- или микроэкономики называются соответственно *макроэкономическим* и *микроэкономическим анализами* (см. рис. 10.1).

С известной долей условности можно утверждать, что ядром микроэкономики является оценка поведения фирмы как основной экономической ячейки любой национальной экономики, поскольку в этом случае с неизбежностью затрагиваются и все другие объекты изучения – цена, издержки, мотивация труда и т. п. Поэтому можно сформулировать понятие *анализа экономики фирмы* (с большой долей условности его можно назвать микроэкономическим анализом в узком смысле), понимая под ним анализ в системе управления деятельностью фирмы.

Поскольку управленческие действия в отношении хозяйствующего субъекта весьма разнородны и разноплановы (сравните, например, анализ оптимальности бюджета капиталовложений, анализ себестоимости и анализ оптимальности ресурсных потоков между подразделениями предприятия), для последующей градации в качестве критерия можно выбрать признак денежного измерителя. В соответствии с этим признаком анализ экономики фирмы целесообразно подразделить на *техничко-экономический анализ* (критерии и показатели не обязательно в стоимостной оценке, а примером может служить достаточно распространенный в нашей стране в 1980-е гг. анализ техни-

ко-экономического или научно-технического уровней предприятия) и *анализ финансово-хозяйственной деятельности фирмы* (доминанта денежного измерителя в конструировании ключевых критериев и показателей). Последний может быть подразделен на два вида: *внешний* и *внутрифирменный*. Внешний финансовый анализ проводится с позиции внешних пользователей, не имеющих доступа к внутрифирменной информации, т. е. основа его информационной базы – доступная бухгалтерская отчетность. Внутрифирменный финансовый анализ (т. е. анализ в системе финансового менеджмента) проводится с позиции лиц, имеющих доступ к любым информационным ресурсам, циркулирующим внутри предприятия.

Строго говоря, финансовая ориентация анализа уместна в отношении практически любого объекта. Именно поэтому в общей совокупности различных видов и подвидов экономического анализа финансовый анализ обособляется в самостоятельное направление и рассматривается в контексте как макроэкономического, так и микроэкономического разрезом (рис. 10.1). *Финансовый анализ* (Financial Analysis) в самом общем смысле можно трактовать как процесс идентификации, систематизации и аналитической обработки доступных сведений финансового характера, результатом которого является предоставление потенциальному пользователю рекомендаций, которые могут служить формализованной основой для принятия управленческих решений в отношении определенного объекта анализа. В качестве объекта анализа могут выступать различные социально-экономические системы и их элементы: регион, страна, фирма, бюджетная организация, рынок, сегмент рынка и др. Очевидно, что сфера и принципы деятельности данных объектов с позиции финансовых отношений и денежных потоков существенно различаются.

Под *макроэкономическим финансовым анализом* (Macroeconomic Financial Analysis) можно понимать совокупность финансово-ориентированных аналитических процедур в рамках макроэкономики, т. е. в приложении к региону, стране, рынку, сегменту рынка. В качестве объекта анализа выступают рынки капитала, международные финансы, финансы страны, региона и др. Базовая цель анализа – оптимизация решений финансового характера на рынках факторов производства, товаров и услуг или в данном сегменте системы финансов.

Под *микроэкономическим финансовым анализом* (Microeconomic Financial Analysis) будем понимать совокупность аналитических процедур, основывающихся на сведениях финансового характера и предназначенных для оценки состояния и эффективности использования экономического потенциала фирмы, ее инвестиционной и контрагентской привлекательности, а также обоснования управленческих решений в от-

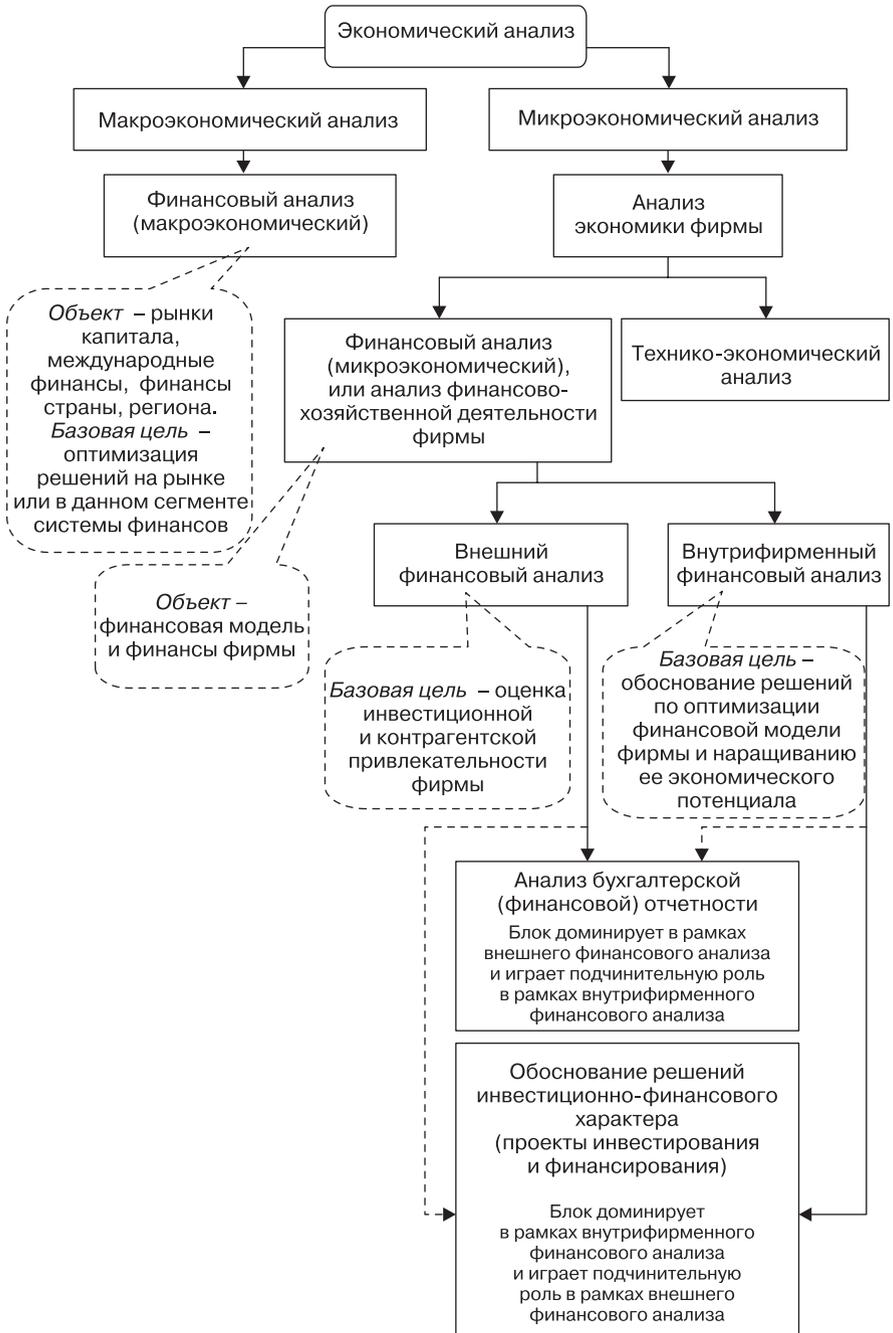


Рис. 10.1. Фрагмент классификации видов экономического анализа

ношении оптимизации деятельности фирмы или участия в ней. Синоним – анализ финансово-хозяйственной деятельности фирмы.

Как показано на рис. 10.1, анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия подразделяется на два вида: внешний и внутрифирменный. Логика разделения основана на том очевидном обстоятельстве, что любые аналитические действия могут состояться лишь в том случае, если у аналитика имеются некоторые исходные данные, которые можно подвергнуть анализу. Поскольку в отношении предприятия потенциально подвергаемый анализу информационный ресурс делится на общедоступный и ограниченного пользования, логично подразделить анализ на два вида.

Финансовый анализ внешний (микроэкономический) есть совокупность аналитических процедур по оценке инвестиционной и контрагентской привлекательности фирмы. В рамках этого анализа обосновываются решения финансового характера в отношении фирмы как субъекта рыночных отношений, а потому он основывается на общедоступной информации финансового характера и входит в систему аналитических процедур оценки экономического потенциала и результатов деятельности фирмы в терминах стоимостных оценок и эффективности. Именно в таком ключе внешний финансовый анализ трактуется в данной книге, а к его основным особенностям относятся:

- ориентация на оценку инвестиционной (т. е. участия в капитале фирмы) и контрагентской (т. е. надежности как бизнес-партнера) привлекательности фирмы;
- обеспечение общей характеристики имущественного и финансового положения фирмы;
- приоритетность оценок: (а) платежеспособности; (б) финансовой устойчивости и (в) рентабельности;
- базирование на общедоступной информации;
- информационное обеспечение решений тактического и стратегического характера;
- доступ к результатам анализа любых пользователей;
- возможность унификации состава и содержания счетно-аналитических процедур;
- доминанта денежного измерителя в системе критериев;
- высокий уровень достоверности и верифицируемости итогов анализа (в пределах достоверности данных публичной отчетности).

Финансовый анализ внутрифирменный (микроэкономический) – это совокупность аналитических процедур в системе управления финансами фирмы. Имеет целью оптимизацию финансовой модели фирмы (т. е. ее баланса) через аналитическое обоснование решений инвестиционно-финансового характера (т. е. решений по мобилизации финан-

совых ресурсов и их инвестированию). В том случае, если в фирме бухгалтерский учет структурно и организационно не подразделяется на финансовый и управленческий, в систему внутрифирменного финансового анализа может входить и аналитическое обоснование решений по управлению затратами в фирме, т. е. один из блоков, традиционно относимых к компетенции управленческого учета. Внутрифирменный финансовый анализ в приведенной трактовке является крупным подразделом финансового менеджмента, а к его основным особенностям относятся:

- ориентация на решения по оптимизации баланса;
- обоснование решений по привлечению ресурсов и их размещению;
- ориентация на оптимизацию внутрипроизводственной деятельности (точнее, производственно-технологического процесса);
- базирование на оперативных и учетных данных, имеющих ограниченный доступ лиц;
- обеспечение, в основном, принятия решений рутинного оперативного характера;
- принципиальная невозможность безусловной унификации;
- достаточно высокая степень гибкости информационного обеспечения и счетных процедур в соответствии с текущими запросами линейных и функциональных руководителей;
- сочетание критериев в натуральных и стоимостном измерителе;
- высокий уровень субъективизма.

В рамках и внешнего, и внутрифирменного финансового анализ всю совокупность аналитических действий можно условно сгруппировать в два блока: (а) анализ отчетности и (б) аналитическое обоснование решений инвестиционно-финансового характера. Некоторое различие лишь в том, что в системе внешнего анализа доминирует первый блок; в системе внутрифирменного анализа – второй блок. Суть первого блока – формирование суждения об имущественном и финансовом потенциалах фирмы с позиции: (а) статус-кво и (б) возможных перспектив. Суть второго блока – оптимизация решений по финансированию (откуда и на каких условиях привлечь источники долго- и краткосрочного финансирования) и инвестированию (во что вложить свои финансовые ресурсы).

В рамках первого блока внешние инвесторы и кредиторы делают оценку инвестиционной и контрагентской привлекательности фирмы, выступающую основой для принятия решений о целесообразности вложения средств в данную фирму и (или) установления с нею контрагентских отношений. Инвестиционная привлекательность означает целесообразность вложения денежных средств в данную фирму; смысл контрагентской привлекательности – в возможности, обос-

нованности, надежности и эффективности установления с фирмой бизнес-отношений. Второй блок в большей степени ориентирован на топ-менеджеров фирмы и предназначен для обоснования решений по оптимизации финансовой модели фирмы (т. е. решения по оптимальной трансформации активов и источников их финансирования) и наращиванию ее экономического потенциала (создание добавочной ценности для собственников фирмы).

Итак, мы рассмотрели один из возможных вариантов обособления и интерпретации основных видов экономического анализа в приложении к предприятию. Сразу же подчеркнем, что приведенный вариант достаточно субъективен – это и понятно, поскольку в реальной жизни провести строгое отграничение аналитических функций, например в системах управленческого учета и финансового менеджмента, достаточно сложно. Поэтому дело в не строгих дефинициях, а в понимании сущностного предназначения того или иного вида анализа.

На практике нередко выделяют и другие варианты (подвиды) экономического анализа: комплексный, тематический, оперативный, ретроспективный и др. В дальнейшем мы сосредоточимся на изложении логики процедур внешнего финансового анализа. Что касается других разновидностей анализа на уровне предприятия, то ограничимся лишь некоторыми общими их определениями.

Технико-экономический анализ представляет собой обобщенную характеристику аналитических процедур, имеющих целью совершенствование организации и управления предприятием в целом. Сюда относятся, например, анализ организационной структуры предприятия, системы управленческого контроля, внутрифирменных транспортных потоков, организации труда, организации системы ресурсного обеспечения подразделений предприятия, уровня научно-технического прогресса, качества торгового обслуживания и т. п. Пользователями технико-экономического анализа выступают в основном линейные руководители.

Комплексный анализ деятельности предприятия – это совокупность аналитических процедур, позволяющих сделать всестороннюю оценку финансово-хозяйственной деятельности предприятия в соответствии с заданной целевой функцией в рамках обоснования решений оперативного, тактического и/или стратегического характера. Как легко заметить из приведенного определения, подобный анализ не сводится к обязательному использованию лишь стоимостных оценок; главное здесь – комплексность, т. е. широта охвата аналитическими процедурами и оценками всех сторон деятельности предприятия. Несложно данное определение расширить на любой объект анализа.

Тематический анализ – это совокупность аналитических процедур, связанных с оценкой отдельных элементов экономического потенциа-

ла предприятия или процесса его функционирования (например, оценка ресурсов предприятия в целом и по видам, производственно-технологического процесса, отношений с контрагентами, системы сбыта, организационно-технического уровня и т. п.).

В отечественной экономической литературе по анализу хозяйственной деятельности нередко выделяют ретроспективный, перспективный и оперативный анализы; поскольку принципиального, видового различия между ними нет, вряд ли их можно трактовать как самостоятельные виды анализа.

Заканчивая раздел, посвященный структуризации экономического анализа, особо подчеркнем одну из важнейших его особенностей: любой анализ в значительной степени субъективен и носит творческий характер, хотя, естественно, предусматривает проведение количественных расчетов, построение моделей, проведение выборок, выявление тенденций и др. Необходимо отдавать себе отчет в том, что, применяя различные методы и процедуры анализа, можно не только получить различные результаты, нередко противоречащие друг другу, но и «обосновать» заранее желаемый вариант действий или заранее желаемые выводы. Результаты аналитических процедур, как и собственно анализ, не должны абсолютизироваться, их не следует рассматривать как неоспоримые аргументы, обосновывающие принятие того или иного решения. Чаще всего эти результаты целесообразно дополнить различного рода неформализуемыми субъективными оценками. Наконец, отметим, что субъективность анализа нередко проявляется в его тенденциозности, которая вовсе не обязательно носит негативный оттенок. В частности, вуалирование фактического состояния дел, когда в отчетах и аналитических записках, в особенности рекламного характера, делается акцент на привлекательные аспекты деятельности фирмы и по возможности умалчиваются или, по крайней мере, не афишируются отдельные негативные моменты, является вполне обычной практикой любого бизнесмена, менеджера, аналитика.

10.1.2. Логика процедур анализа финансовой отчетности

В предыдущем параграфе было показано, что в приложении к фирме финансовый анализ подразделяется на два вида – внешний и внутрифирменный. Ключевую роль в подобном разграничении видов анализа сыграло появление акционерной формы организации бизнеса, благодаря чему образовались две мощные группы лиц, имеющих права и возможности существенным образом влиять на фирму: собственники фирмы и ее топ-менеджеры. Первые являются инициаторами создания фирмы и поставщиками финансовых ресурсов; вторые, по сути, представляют фирму как самостоятельного участника бизнес-отноше-

ний (вспомним обсуждавшуюся в разд. 2.3 концепцию имущественной и правовой обособленности субъекта хозяйствования).

Типовые аналитические процедуры, выполняемые представителями этих групп, безусловно, различаются, однако между ними есть и общее – возможность и необходимость периодического анализа (просмотра, чтения) публичной отчетности. С помощью отчетности собственник (а в общем случае речь может идти об инвесторе) главным образом оценивает генерирующие возможности фирмы и рентабельность капитала. Финансовому менеджеру (аналитику) независимо от его специализации также приходится более или менее часто сталкиваться с необходимостью проанализировать публичную отчетность. В подтверждение этого тезиса приведем один из вариантов обособления потенциально важных управленческих решений в отношении фирмы, несомненно требующих надлежащего финансово-аналитического обоснования; к числу ключевых относятся решения в области:

- оценки положения фирмы на рынке факторов производства, товаров и услуг (какую нишу стабильно занимает предприятие на рынке данной продукции, каковы тенденции в отношении этого показателя, какова динамика собственных индикаторов на рынке капитала и др.);
- обеспечения инвестиционной привлекательности (является ли фирма привлекательной для фактических и потенциальных инвесторов, возможно ли расширение источников ее финансирования);
- обеспечения контрагентской привлекательности (является ли фирма добросовестным и надежным контрагентом в отношениях со своими поставщиками и покупателями);
- инвестиционной деятельности (куда вложить денежные средства, не следует ли изменить структуру активов, каков должен быть страховой запас тех или иных видов оборотных средств, оптимален ли портфель финансовых инвестиций и др.);
- поиска и оптимизации источников финансирования (может ли фирма поддерживать сложившуюся структуру пассивов, оптимальна ли структура источников, можно ли достичь целевой структуры источников, обладает ли фирма достаточным резервным заемным потенциалом, нет ли смысла выйти на рынок капитала со своими ценными бумагами, какие финансовые инструменты более предпочтительны для мобилизации дополнительных источников и др.);
- текущей деятельности (каково положение с ликвидностью и платежеспособностью, обеспечивают ли оборотные средства ритмичность производственного процесса, оптимальна ли поли-

тика предприятия в отношении своих кредиторов и дебиторов и др.);

- целесообразности установления или продолжения бизнес-контактов со своими контрагентами (каково финансовое положение фактического или потенциального контрагента в динамике, надежен ли этот контрагент в плане исполнения своих обязательств, какие условия можно ожидать от данного потенциального поставщика и др.).

Очевидно, что перечисленные управленческие действия могут рассматриваться с позиции разных лиц, вместе с тем очевидно, что определенное их обоснование всегда может быть сделано на основании публичной отчетности; иными словами, этот информационный источник является достаточно универсальным для решения многообразных задач. Без умения читать и анализировать отчетность ни один аналитик, в том числе и финансовый, не может считать себя квалифицированным аналитиком; сказанное в полном объеме относится и к другим категориям пользователей: финансовым менеджерам, лендерам, кредиторам и др.

Надежность, значимость и весомость анализа в значительной степени предопределяются наличием определенной логики в его проведении. В частности, в отношении анализа публичной отчетности эта логика может быть объяснена набором следующих достаточно очевидных утверждений:

- предприятие (фирма) представляет собой некую форму организации и взаимодействия ресурсов, имеющую целью создание определенного вида товаров и (или) услуг;
- экономические возможности фирмы (ресурсные, финансовые, организационные и др.) по достижению поставленных перед нею целей обобщенно могут быть охарактеризованы как ее экономический потенциал;
- в плане формализации экономический потенциал в наиболее общем виде может быть подразделен на два компонента: имущественный потенциал (материальные ресурсы, материально-техническая база) и финансовый потенциал (финансы фирмы);
- наиболее объективное отражение экономического потенциала фирмы в терминах финансов представлено ее финансовой отчетностью;
- результативность и эффективность рутинного использования экономического потенциала фирмы проявляются в регулярном генерировании финансового результата;
- результативность и эффективность, в свою очередь, являются основными факторами изменения экономического потенциала фирмы и ее положения на рынках.

Квинтэссенция приведенных утверждений, с очевидностью происходящих из естественного понимания бизнеса как бесконечно повторяющегося процесса трансформации имеющихся ресурсов в желаемый результат, – это три понятия: (1) имущественный потенциал; (2) финансовый потенциал; (3) финансовые результаты. Анализ состояния и тенденций изменения эти трех ключевых характеристик бизнеса может выполняться с той или иной степенью детализации в зависимости от имеющегося информационного обеспечения, степени владения методиками анализа, временного параметра, наличия технических средств для выполнения расчетов и т. п. Различия между описанными в отечественной литературе методиками анализа не носят критического характера, иначе говоря, все такие методики имеют единую логику, которая может быть объяснена, в частности, схемой, представленной на рис. 10.2.



Рис. 10.2. Логика содержания методики анализа финансовой отчетности фирмы:

ЭП – экономический потенциал фирмы (представлен в форме № 1); ИП – имущественный потенциал фирмы (представлен в форме № 1); ФП – финансовый потенциал (состояние) фирмы (представлен в форме № 1); ФР – финансовые результаты за отчетный период (представлены в форме № 2)

В основу данной схемы заложено понятие экономического потенциала фирмы и его перманентного изменения с течением времени. В научной литературе известны различные подходы к определению этого понятия, в частности, в этой книге мы будем понимать под *экономическим потенциалом* способность предприятия достигать поставленные перед ним цели, используя имеющиеся у него материальные, трудовые и финансовые ресурсы. Для формализованного описания экономического потенциала наиболее удобна бухгалтерская отчетность, представляющая собой финансовую модель фирмы. В этом случае выделяются две стороны экономического потенциала: имущест-

венное положение фирмы (имущественный потенциал) и ее финансовое положение (финансовый потенциал).

Имущественный потенциал характеризуется величиной, составом и состоянием активов (прежде всего, долгосрочных), которыми владеет и распоряжается или которые контролирует коммерческая организация для достижения своей цели. Он изменяется с течением времени за счет различных факторов, главным из которых являются достигнутые за истекший период финансовые результаты. Достаточно подробная характеристика имущественного потенциала в динамике приводится в активе баланса (форма № 1), а также в сопутствующих отчетных формах.

Финансовый потенциал безусловно также определяется достигнутыми за отчетный период финансовыми результатами, приведенными в Отчете о прибылях и убытках (форма № 2), и, кроме того, описывается некоторыми активными и пассивными статьями баланса, а также соотношениями между ними. Пассивные статьи характеризуют источники финансирования, а в иной интерпретации – задолженность фирмы перед своими кредиторами, т. е. ее финансовые обязательства, которые можно трактовать как потенциальные финансовые расходы фирмы. Что касается активных статей баланса, то подразумеваются, прежде всего, статьи расчетов (дебиторская задолженность) как один из ключевых элементов платежно-расчетных отношений фирмы со своими контрагентами (поставщиками, покупателями, прочими дебиторами и кредиторами).

Характеристика финансового потенциала может быть выполнена с позиции как краткосрочной, так и долгосрочной перспективы. В первом случае говорят о ликвидности и платежеспособности коммерческой организации (способность поддерживать ритмичность и устойчивость текущих расчетов с дебиторами и кредиторами), во втором случае – о ее финансовой устойчивости (способность поддерживать целевую структуру источников финансирования фирмы).

Основываясь на представленной схеме, можно с той или иной степенью детализации выделить направления анализа и отобрать конкретные показатели для количественной оценки; в этом случае обеспечиваются логическая взаимосвязь этих показателей и полнота анализа.

Независимо от того, по какой схеме проводится анализ, можно сформулировать ряд общих вопросов, ответы на которые в том или ином приближении обычно хочет получить аналитик (пользователь). Перечислим некоторые из них:

- каков имущественный потенциал предприятия на отчетные даты и какие изменения в нем произошли за отчетный период?
- насколько оптимальна структура активов предприятия на начало и конец отчетного периода?

- какова структура источников средств предприятия и какие изменения в ней произошли?
- в каких условиях протекала работа предприятия в отчетном периоде?
- какая хозяйственная работа проделана в течение отчетного периода?
- каких результатов достигло предприятие за этот период?
- обеспечивалась ли платежеспособность в отчетном периоде?
- обеспечена ли финансовая устойчивость предприятия в динамике?
- рентабельна ли деятельность предприятия?
- каковы перспективы финансово-хозяйственной деятельности предприятия?

Приведенные вопросы имеют очевидную интерпретацию в терминах финансов; кроме того, неизбежно возникают вопросы и более общего характера, т. е. с позиции достижения стратегической цели: положение на рынке капитала, доля на рынке товаров, устойчивость дивидендной политики, масштабы и эффективность инвестиционной политики и др. Ответы на большинство сформулированных вопросов можно получить либо из годового отчета непосредственно, либо путем расчета общеизвестных аналитических коэффициентов.

Существуют различные классификации совокупности аналитических коэффициентов, позволяющих сделать достаточно подробную характеристику финансово-хозяйственной деятельности предприятия. В частности, за основу можно взять сформулированное выше понятие экономического потенциала, представленного в формализованном виде бухгалтерской отчетностью, который как раз и является упоминавшимся выше внутренним стержнем, неким организующим началом, позволяющим построить логически объяснимую и непротиворечивую систему показателей. Эта система может быть представлена в виде следующей блочной структуры (рис. 10.3).

Сущность и предназначение каждого блока выражены на схеме путем формулирования ключевого вопроса, ответ на который в определенном приближении как раз и можно получить с помощью включаемых в этот блок показателей. В свою очередь, ответы на эти ключевые вопросы, рассматриваемые в совокупности, дают возможность сформировать пользователю (аналитику) достаточно целостное и завершённое представление о предприятии как самостоятельном хозяйствующем субъекте с позиции его инвестиционной и/или контрагентской привлекательности. Один из вариантов системы показателей, построенной в развитие схемы, представленной на рис. 10.3, приведен в приложении 5; обоснование показателей и их подробную характеристику можно найти в работе [Ковалев В., Ковалев Вит., 2005].

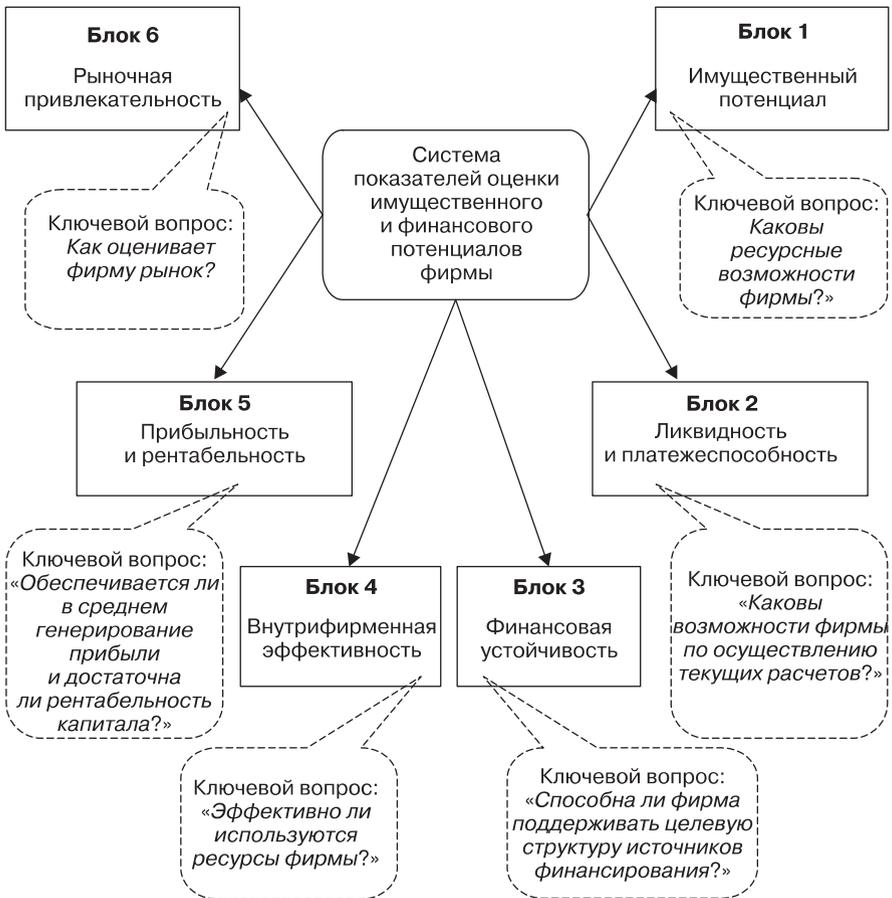


Рис. 10.3. Блочная структура системы показателей оценки возможностей и результативности деятельности фирмы по данным отчетности

10.1.3. Планирование в контексте управления деятельностью фирмы

Планирование представляет собой процесс разработки и принятия целевых установок количественного и качественного характера и определения путей наиболее эффективного их достижения. Эти установки, разрабатываемые чаще всего в виде дерева целей, характеризуют желаемое будущее и, по возможности, численно выражаются набором показателей, являющихся ключевыми для данного уровня управления.

Как было показано в разд. 2.1, планирование входит в число общих функций управления, имманентно присущих любой функционирующей

щей социально-экономической системе. Необходимость составления планов определяется многими причинами; выделим четыре из них, являющиеся, по нашему мнению, основными: (1) неопределенность будущего; (2) координирующая роль плана; (3) оптимизация экономических последствий; (4) ограниченность ресурсов.

Смысл тезиса о неопределенности будущего достаточно очевиден – любая социально-экономическая система в процессе своего функционирования находится под постоянным и не всегда прогнозируемым влиянием множества факторов. Для того чтобы уменьшить ожидаемое негативное влияние одних факторов и, наоборот, увеличить ожидаемое позитивное влияние других факторов, и применяется планирование, в рамках которого эти факторы идентифицируются, а их влияние оценивается и, по возможности, регулируется. Очевидно, что факторов неопределенно много, а действие их нередко хаотично и разнонаправленно, поэтому главная цель составления любого плана не задание точных цифр и ориентиров, поскольку сделать это невозможно в принципе, а идентификация по каждому из важнейших направлений определенного «коридора», в границах которого может варьировать тот или иной показатель.

Смысл координирующей (в известном смысле системообразующей) роли плана состоит в том, что наличие хорошо структурированных, детализированных и взаимоувязанных целевых установок дисциплинирует как перспективную, так и текущую деятельность, приводит ее в определенную систему, позволяет хозяйствующему субъекту работать ритмично, без существенных сбоев.

Смысл тезиса о плане как инструменте оптимизации экономических последствий заключается в том, что любое рассогласование деятельности социально-экономической системы требует финансовых затрат (прямых или косвенных) на его преодоление. Вероятность наступления подобного рассогласования гораздо ниже, если работа осуществляется по плану; кроме того, и негативные финансовые последствия обычно менее значительны.

Тезис об ограниченности ресурсов как одной из причин составления планов не следует понимать буквально. Безусловно, в физическом плане практически все ресурсы ограничены; однако в рыночной экономике наличие ресурсов и их доступность для пользователей регулируются с помощью ценовой политики на основе известной модели «спрос-предложение». Поскольку бесплатных ресурсов практически не бывает, привлечение очередного дополнительного объема ресурсов чаще всего связано с необходимостью дополнительных финансовых расходов, которые в любом предприятии не безграничны. В данном случае речь идет об двух типах аналитических оценок в процессе планирования: (а) каков объем дополнительных ресурсов может быть во-

влечен в оборот и (б) какую структуру привлекаемых ресурсов выбрать (например, купить станок или нанять бригаду малоквалифицированных работников).

В теории менеджмента разработаны общие подходы к процессу планирования. Отметим некоторые из них. Во-первых, план должен обладать рядом очевидных характеристик, таких как разумная простота и наглядность, хорошая структурированность, достаточная точность, практическая полезность и др. Во-вторых, наличие плана, как бы плохо он ни был составлен, все же более предпочтительно, нежели его отсутствие. Вместе с тем следует отдавать себе отчет в том, что план – не панацея; никакой план в принципе не может дать точные ответы на все вопросы, предусмотреть фактическое развитие событий. Поэтому плановые задания – это ориентиры, которых нужно придерживаться. В-третьих, любой план хорош настолько, насколько профессионально подготовлены люди, его составлявшие.

В любой компании разрабатывается множество планов, однако основными из них являются стратегический, производственный и финансовый; первый разрабатывается в системе стратегического планирования, два других – в основном в системе оперативного планирования. Что касается системы тактического планирования, то здесь, как правило, речь идет о локальных бизнес-планах по развитию действующих и разработке новых производственных линий и производств. И в стратегическом плане, и в локальном бизнес-плане, тем не менее, обязательно присутствуют более или менее детализированные финансовые разделы, включающие данные о предполагаемых инвестициях, объемах реализации в стоимостном выражении, основных параметрах расходов и затрат, рентабельности и др. Целесообразность обособления такого раздела в самостоятельный финансовый план зависит от различных факторов.

Финансовый план представляет собой документ, характеризующий способ достижения финансовых целей компании и увязывающий ее доходы и расходы. В процессе финансового планирования: (а) идентифицируются финансовые цели и ориентиры фирмы; (б) устанавливается степень соответствия этих целей текущему финансовому состоянию фирмы; (в) формулируется последовательность действий по достижению поставленных целей.

Известны два типа финансовых планов: *долгосрочный* (как элемент стратегического плана или бизнес-плана) и *краткосрочный* (как элемент системы текущего планирования). Основное целевое назначение первого – определение допустимых с позиции финансовой устойчивости темпов расширения фирмы; целью второго является обеспечение постоянной платежеспособности фирмы.

Выделяют следующие этапы процесса финансового планирования: (1) анализ финансового положения компании; (2) составление прогнозных смет и бюджетов; (3) определение общей потребности компании в финансовых ресурсах; (4) прогнозирование структуры источников финансирования; (5) создание и поддержание действенной системы управленческого и финансового контроля; (6) разработка процедуры внесения изменений в систему планов (контур обратной связи).

С позиции практики рекомендуется готовить несколько вариантов финансового плана: пессимистический, наиболее вероятный и оптимистический. При подготовке плана рекомендуется иметь в виду: (а) наличие ограничений, с которыми сталкивается предприятие (требования по охране окружающей среды; требования рынка по объему, структуре и качеству продукции; технические, технологические и кадровые особенности данного предприятия); (б) дисциплинирующую роль плана для работы финансового менеджера; (в) условность любых планов в силу естественной неопределенности развития экономической ситуации в глобальном и локальном масштабах.

В экономической литературе, особенно англоязычной, можно встретиться с двумя близкими понятиями: планирование (*planning*) и бюджетирование (*budgeting*).¹ Понятно, что оба эти термина означают собой процессы составления соответственно плана и бюджета. Какого-либо строгого и общепринятого разграничения этих понятий нет. В частности, достаточно распространен подход, согласно которому *план* – это более объемлющее понятие, нежели *бюджет*, поскольку он включает в себя весь определенным образом упорядоченный спектр действий, направленных на достижение некоторых целей, причем эти действия могут описываться не только с помощью формализованных, количественных оценок, но и путем перечисления ряда неформализуемых процедур. Бюджет – это более узкое понятие, подразумевающее количественное представление плана действий, причем, как правило, в стоимостном выражении. Таким образом, здесь акцент делается, во-первых, на доминанту стоимостной компоненты в бюджетировании и, во-вторых, на существенно большую определенность, проработанность и детализированность бюджета.

В наиболее общем виде *бюджет* (*Budget*) можно определить, как: (а) роспись (смету) относящихся к определенному временному периоду предстоящих доходов и расходов (затрат) в терминах стоимостных

¹ Более подробно об особенностях трактовки этих терминов, равно как и о технике составления бюджетов в компаниях таких стран, как Великобритания, США, Франция, можно найти соответственно в книгах [Drury, с. 435–461; Horngren, Foster, с. 171–197; Коласс, с. 32–37]. Следует заметить, что и другие термины и понятия, имеющие устоявшуюся трактовку в отечественной экономической литературе, в книгах западных специалистов могут даваться в иной интерпретации.

оценок; (б) условный термин в системе управленческого учета, означающий процедуру согласования притоков и оттоков некоторого ресурса (актива) или изменения некоторого показателя (например, бюджет прямых затрат сырья и материалов, бюджет производства, бюджет переменных накладных расходов и др.).

В централизованных финансах бюджет используется прежде всего для согласования ожидаемых (планируемых) доходов и расходов государства, его субъектов и местных органов власти. Если доходная часть бюджета превосходит расходную, говорят о профиците бюджета; если имеет место обратное – о его дефиците; равенство доходной и расходной частей бюджета характеризуется как сбалансированность бюджета. Существуют различные теории относительно того, какая политика государства в отношении формирования бюджета и в какой экономической ситуации более предпочтительна.

В децентрализованных финансах понятие «бюджет» также имеет определенное распространение в традиционном его понимании как документа, в котором систематизированы все доходы и затраты данного экономического субъекта, относящиеся к определенному периоду. Сопоставляя доходы и затраты, можно выводить различные финансовые результаты – как промежуточные, так и финальный. Бюджет, как правило, составляется в стоимостных оценках, однако в практике управленческого учета имеются исключения из этого правила. Одним из примеров бюджета может служить отчет о прибылях и убытках, составленный в прогнозных оценках; иными словами, используется структура доходов и затрат, предусмотренная форматом отчетной бухгалтерской формы, но подготавливаемая на основе ожидаемых и (или) планируемых показателей. В практике западных компаний есть также понятие бюджетированного баланса (*budgeted balance sheet*), как баланса, составленного на конец планируемого периода и отражающего ожидаемое (или планируемое в качестве ориентира) состояние активов, капитала и обязательств фирмы. Бюджетированные баланс и отчет о прибылях и убытках составляют основу так называемой прогнозной финансовой отчетности (*pro forma financial statements*), разрабатываемой в крупной западной компании в процессе финансового планирования ее деятельности. Известно также понимание бюджета как конкретизированного с помощью стоимостных показателей плана работы фирмы; при этом подразумевается, что последний разрабатывается не обязательно в стоимостных оценках. В крупных структурированных корпорациях может существовать система взаимосвязанных бюджетов, упорядоченных по уровням управления, центрам ответственности, технологическим линиям и др.

В частности, один из весьма распространенных подходов к планированию текущей деятельности крупной фирмы заключается в по-

строении так называемого *генерального бюджета* (master budget), представляющего собой систему взаимосвязанных операционных и финансовых бюджетов. Операционные бюджеты (к ним относятся бюджеты продаж, производства, сырья и материалов, управленческих и коммерческих расходов и др.) имеют отношение к планированию и выполнению текущей производственной деятельности; они важны прежде всего для линейных руководителей; финансовые бюджеты (к ним относятся бюджеты денежных средств, доходов и расходов, источников формирования и направлений распределения финансовых ресурсов) имеют относительно большую значимость для топ-менеджеров и руководства финансовой службы. Характеристика бюджетов приведена в работе [Ковалев, 2006(а)].

Очевидно, что и планирование, и бюджетирование теоретически осуществляются с различной степенью гибкости и вариабельности исходных параметров и (или) целевых показателей; в частности, возможны два варианта действий: (а) установление плановых заданий, следование которым должно быть неукоснительным; (б) установление коридоров возможного варьирования факторов (целевых показателей) с последующей корректировкой значений корреспондирующих показателей. Именно второй вариант представляется предпочтительным для крупных многопрофильных производств, имеющих резервы мощностей и различные варианты их использования в зависимости от складывающейся конъюнктуры рынка. Этот вариант реализуется с помощью системы *гибкого бюджетирования*. Гибким называется бюджет, обладающий следующими характеристиками: (1) выбран целевой показатель (в принципе, возможна идентификация нескольких показателей), к которому «привязываются» другие значимые факторы; (2) заданы формальные зависимости между целевым показателем и основными зависимыми факторами; (3) предусмотрена система имитационного моделирования, в которой задание различных значений целевого показателя приводит к формированию многовариантных бюджетов; (4) предусмотрена система обратной связи, позволяющая вносить текущие корректировки в совокупность бюджетов. В качестве целевого показателя чаще всего берется объем производства (в натуральных единицах); в принципе возможна ситуация, когда отдельные параметры «привязаны» к различным базам (подобное необходимо, например, для распределения отдельных видов накладных расходов). Кроме того, изначально задается некий базисный вариант значений основных параметров, отклонениями от которых варьируют в ходе имитационного моделирования.

Бюджетирование отражает рутинный аспект планирования деятельности фирмы и реализуется в повторяющемся режиме с заданной регулярностью. Вместе с тем в любой фирме периодически возникает

необходимость пересмотра сложившейся структуры производства и выбора нового направления развития фирмы. Его обоснование выполняется в рамках бизнес-планирования.

Бизнес-план – это документ, отражающий в концентрированной форме ключевые показатели, обосновывающие целесообразность некоторого нового направления деятельности фирмы. Процесс составления бизнес-плана достаточно сложен и требует усилий различных подразделений фирмы или привлечения сторонней проектной организации. Финансовые показатели составляют лишь небольшую, хотя и весьма существенную, его часть. Все они, по сути, представлены двумя формами: отчетом о прибылях и убытках и отчетом о движении денежных средств, составляемым по прогнозным данным. Степень детализации требуемых при этом данных (например, номенклатура статей издержек производства и обращения) определяется сложностью проекта, степенью конфиденциальности, кругом лиц, для которых составляется бизнес-план, и т. п.

10.2. Управление денежными потоками и расчетами¹

Одна из весьма известных трактовок фирмы заключается в представлении ее как совокупности денежных потоков. В зависимости от тех или иных обстоятельств притоки денежных средств могут свидетельствовать о наращивании экономического потенциала фирмы, повышении уровня ее платежеспособности, появлении дополнительных инвестиционных возможностей, повышении уровня мобильности оборотных активов и др. Очевидно, что оттоки денежных средств для выполнения определенных задач возможны лишь в том случае, если фирма уже накопила на своих счетах необходимые суммы. Повседневное рутинное управление финансами фирмы в значительной степени как раз и сводится к согласованию денежных притоков и оттоков.

Напомним, что в общем случае под *денежным потоком* (Cash Flow) понимается множество распределенных во времени выплат (оттоков) и поступлений (притоков), понимаемых в широком смысле. В качестве элемента денежного потока может выступать доход, расход, прибыль, платеж и др.

Денежные потоки можно обсуждать в трех аспектах: (а) как элемент текущих расчетов фирмы с контрагентами (притоки – поступления от дебиторов, оттоки – платежи кредиторам); (б) как характери-

¹ Раздел написан совместно с д-ром экон. наук Вит. В. Ковалевым.

стика изменения экономического потенциала фирмы; (в) как элемент моделей оценки фирмы, ее активов и обязательств.

Денежный поток как элемент текущих расчетов фирмы с контрагентами. Текущая деятельность представляет собой процесс вложения денежных средств в некоторый набор материальных активов, их переработку в готовую продукцию и продажу последней клиентам, в результате чего на счетах фирмы должна появляться бóльшая по сравнению с изначально инвестированной сумма денежных средств. С одной стороны, фирма должна платить своим контрагентам за предоставленные ими товары (сырье, материалы, полуфабрикаты и др.) и услуги, в результате чего имеет место отток денежных средств с ее счетов (из кассы); с другой стороны, фирма получает денежные средства за проданные ею товары и услуги, в результате чего имеет место приток денежных средств на счета (в кассу). Как правило, притоки и оттоки денежных средств носят хаотичный характер как по величине, так и по моментам их появления.

В современной экономике операции купли-продажи осуществляются не за наличный расчет, а с отсрочкой платежа, причем чаще всего в форме безналичных расчетов. При наличных расчетах происходит передача денежных средств в форме банкнот и монет, а при безналичных – право на денежную сумму передается путем оформления соответствующих расчетных документов и проведения записей по счетам.

В настоящее время осуществление расчетов наличными денежными средствами существенно ограничено. Гражданский кодекс РФ устанавливает, что выбор наличной или безналичной формы расчетов напрямую связан с характером производимой операции, а также с правовым статусом участников. Расчеты юридических лиц, а также расчеты с участием граждан, связанные с осуществлением последними *предпринимательской деятельности*, по общему правилу осуществляются в безналичном порядке. Без каких-либо ограничений наличными денежными средствами могут рассчитываться только физические лица и только по операциям, не связанным с осуществлением ими предпринимательской деятельности.

Безналичная форма расчетов связана с оформлением соответствующих документов единой формы и поэтому более трудоемка. Для обеспечения текущей деятельности организации расчеты по небольшим денежным суммам, в том числе между юридическими лицами, могут осуществляться наличными денежными средствами. С этой целью инструктивными документами Банка России устанавливаются предельные размеры расчетов наличными деньгами по одному платежу (в настоящее время в отношении сделок между юридическими лицами этот лимит составляет 60 тыс. руб.).

Налично-денежный оборот регламентирован Положением о безналичных расчетах в Российской Федерации от 3 октября 2002 г. № 2-П, утвержденным Банком России. Наличные денежные средства, поступающие в кассу предприятия, подлежат сдаче в учреждение банка с последующим зачислением на счет данного предприятия; сумма денежных средств, которую можно держать в кассе предприятия, лимитируется. Порядок и сроки сдачи наличных денег в учреждение банка устанавливаются индивидуально по каждому предприятию.

Безналичные расчеты — это расчеты, совершаемые путем перевода банками средств по счетам клиентов, на основе платежных документов, составленных по единым стандартам и правилам. Безналичные расчеты осуществляются через кредитные организации и (или) Банк России по счетам, открытым на основании договоров банковского счета или корреспондентского счета (субсчета), если иное не установлено законодательством и не обусловлено используемой формой расчетов. Формы безналичных расчетов и их краткая характеристика приведены в главе 46 Гражданского кодекса РФ. Непосредственно техника расчетов устанавливается инструктивными документами Банка России, например Инструкцией от 3 октября 2002 г. № 2-п «Положение о безналичных расчетах в Российской Федерации». В указанной инструкции, в частности, сформулированы основные принципы организации безналичных расчетов: документальность, срочность, обеспеченность платежа, свобода выбора форм безналичных расчетов, унификация платежных документов. Безналичные расчеты осуществляются с помощью платежных поручений, платежных требований, аккредитивов, чеков и др.

Эффективность текущей деятельности в определенной степени зависит от упомянутой техники расчетов, однако техническая сторона не является главной — гораздо более существенное значение имеет синхронизация денежных притоков и оттоков. Она проявляется в трех моментах, отражающих соответственно состояние: (а) дебиторской задолженности; (б) кредиторской задолженности; (в) расчетного счета (кассы). Взаимосвязи и желаемые тенденции между этими характеристиками текущей деятельности фирмы очевидны. Так, крайне желательно, чтобы дебиторы как можно скорее гасили свою задолженность перед фирмой; для этого фирма разрабатывает, во-первых, систему скидок, которые предлагает своим клиентам в увязке со скоростью оплаты ими текущих платежей, и, во-вторых, систему взаимоотношений с клиентами в виде писем, напоминаний, штрафных санкций и др. Кредиторская задолженность представляет собой средства сторонних лиц, находящиеся во временном пользовании фирмы. Ее погашение, т. е. отток денежных средств, возможно лишь в том случае, если фирма обладает средствами в достаточном объеме. Поскольку кредиторы также

предоставляют скидки за ускоренную оплату товаров и услуг, фирма стоит перед выбором: либо воспользоваться данной скидкой и получить экономию от уменьшения платежа, либо максимально долго оттягивать срок платежа, отказавшись от возможной экономии, но приобретая временный источник финансирования. Расчетный счет (касса) должен обеспечить платежеспособность фирмы, при этом следует помнить, что излишнее омертвление денежных средств на счете сопровождается очевидными косвенными потерями.

Денежный поток как характеристика изменения экономического потенциала фирмы. Одна из целевых установок фирмы заключается в наращивании ее экономического потенциала. Очевидно, что возможны пять вариантов подобного наращивания: (а) поступление средств от собственников; (б) поступление средств от лендеров; (в) поступление средств от кредиторов; (г) генерирование прибыли; (д) изменение оценок имеющейся имущественной массы. Денежные потоки в каждом из этих вариантов могут проявляться прямо или косвенно.

Вариант (а) в наиболее типовом виде реализуется в виде дополнительных денежных поступлений (увеличение активов фирмы) с одновременным наращиванием доли собственников в активах фирмы. Иными словами, здесь имеет место реальный приток денежных средств, которые можно использовать по назначению. Подобная операция требует достаточного обоснования, она редка, времязатратна и нередко ресурсоемка. В данном случае с очевидностью предполагается, что привлеченные денежные средства будут использоваться фирмой в принципе бессрочно. Этот единовременный приток денежных средств будет сопровождаться регулярными денежными оттоками в контексте дивидендной политики фирмы. Эти оттоки не являются обязательными, однако рано или поздно они появляются.

Вариант (б) предполагает временное, хотя и длительное привлечение средств. Здесь также имеет место реальный приток денежных средств. В отличие от варианта (а) средства привлекаются на условиях платности и возврата, т. е. данный приток денежных средств будет сопровождаться, во-первых, регулярными денежными оттоками в виде платы за использование ресурсов и, во-вторых, оттоком денежных средств в погашение тела кредита (займа). Отдельные элементы притоков и оттоков могут комбинироваться различными способами, очевидно лишь одно: общая сумма оттоков будет превышать первоначальный приток. Отдельного упоминания заслуживает такой вариант долгосрочного кредитования фирмы, как отложенные налоговые обязательства. В этом случае фирма не имеет формального притока денежных средств от кредитора, в качестве которого выступает бюджет, но в течение достаточно продолжительного времени сокращает величину оттоков денежных средств по своим налоговым обязательст-

вам, т. е. получает бесплатный налоговый кредит. В последующем отложенные обязательства подлежат погашению, т. е. в этом случае имеет место лишь временная отсрочка оттока.

Вариант (в) в основном не сопровождается денежными притоками – здесь имеют притоки материальных ресурсов (например, поступление сырья и материалов с одновременным появлением кредиторской задолженности). Ресурсная масса растет, но растет и задолженность фирмы от сторонних лиц. Косвенно этот вариант сказывается на денежных потоках, сопровождающих текущие расчеты с дебиторами и кредиторами.

Вариант (г) в основном также не сопровождается денежными притоками. Дело в том, что финансовый результат – прибыль/убыток – является элементом чисто счетной процедуры. Его выведение осуществляется периодически и предназначено для оценки результативности текущей деятельности. Олицетворение финансового результата с денежным потоком, безусловно, возможно, но лишь в простейших вариантах организации бизнеса.

Вариант (д) имеет место в случае переоценки имущественной массы. В этом случае, как правило, возрастает стоимостная оценка долгосрочных активов, наращивается источник «Добавочный капитал», но никаких денежных потоков нет.

Денежный поток как элемент моделей оценки фирмы, ее активов и обязательств. Целесообразность принятия многих решений финансового характера обосновывается с помощью формальных критериев. Целый ряд критериев построен на оценке и сопоставлении ожидаемых денежных потоков. В каждом конкретном случае аналитик строит некий денежный поток, характеризующий оцениваемое явление (актив, проект, фирма), и далее применяет к нему стандартную процедуру наращения или дисконтирования. Анализ выполняется в режиме имитационного моделирования, что позволяет определить некий коридор варьирования искомой оценки. Одна из наиболее востребованных моделей – *модель дисконтированного денежного потока* (Discounted Cash Flow Model, DCF-model), в которой как раз и реализована упомянутая идея сопоставления притоков и оттоков денежных средств, олицетворяемых с оцениваемым проектом:

$$V_t = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{CF_k}{(1+r)^k}, \quad (10.1)$$

- где V_t – теоретическая (внутренняя) стоимость актива (проекта);
 CF_k – ожидаемый денежный поток в k -м периоде, генерируемый оцениваемым активом (проектом);
 r – ставка дисконтирования (доходность).

Эта модель была разработана в рамках фундаменталистского подхода к оценке финансовых активов как обобщение идеи дисконтирования и наращивания, известной с XVI в., и в дальнейшем была распространена практически на все задачи инвестиционного анализа. Подробную характеристику модели можно найти в [Ковалев, 2006(а)].

10.3. Управление доходами, прибылью и рентабельностью¹

В разд. 2.2 было показано, что устойчиво генерируемая прибыль и рассчитываемые на ее основе показатели рентабельности входят в число основных целевых показателей, с помощью которых может быть оценена эффективность работы фирмы и целесообразность вложения в нее капитала.

Прибыль (Profit) – это условный термин, означающий некий доход от операции, требовавшей изначально определенной инвестиции и (или) расхода, и проявляющийся в увеличении совокупного экономического потенциала инвестора по окончании (фактическом или условном) данной операции. Прибыль множественна по своему представлению и методам измерения и идентифицируется только тогда, когда достаточно четко определены понятия, во-первых, доходов и расходов (затрат) или капитала и, во-вторых, способов их оценки и увязки в едином счетном алгоритме. Иными словами, прибыль – это расчетный и потому достаточно условный показатель – в зависимости от набора включенных в рассмотрение факторов и их количественной оценки могут исчисляться различные показатели прибыли. Следовательно, напрашивается следующий вывод: дефинитивная, оценочная и алгоритмическая многозначность понятия «прибыль» естественным образом предопределяет неоднозначность как его трактовки, так и его количественной оценки, а потому любые суждения в терминах «прибыль», «прибыльность» и др. предполагают необходимость достаточно строгой идентификации: (1) факторов формирования прибыли; (2) их оценки и (3) возможных ограничений на способ признания и принимаемую к учету оценку того или иного фактора, включенного в общий алгоритм расчета.

Суть первого аспекта такова: прибыль – это, например, разница между доходами и затратами (расходами), а потому, включая в рассмотрение тот или иной набор исходных факторов, можно получить несколько видов прибыли. Суть второго аспекта с очевидностью предопределяется предоставленным бухгалтеру многообразием оценки составных элементов прибыли: так, стоимость основных средств можно списывать на себестоимость (т. е. включать в затраты в уменьшение

¹ Раздел написан совместно с д-ром экон. наук Вит. В. Ковалевым.

рассчитываемой прибыли) с помощью линейной или ускоренной амортизации – в зависимости от того, какой метод выбран, величина прибыли может существенно варьировать. Суть третьего аспекта предопределяется наличием различных ограничений и рекомендаций в отношении того или иного фактора и их комбинации. Так, в российской практике при исчислении прибыли требования в отношении вида затрат и их величины, предусматриваемые соответственно бухгалтерскими и налоговыми регулятивами, не идентичны, что предопределяет расхождение суммовых оценок прибыли бухгалтерской и прибыли налогооблагаемой. Точно так же существуют различия между рекомендациями МСФО и отечественных бухгалтерских регулятивов – так, согласно ст. 318 Налогового кодекса РФ суммы начисленной амортизации по основным средствам, используемым при производстве товаров, работ, услуг, относятся к прямым расходам, тогда как в МСФО 2 «Запасы» указывается, что амортизация относится к постоянным накладным расходам; очевидно, что подобное расхождение приводит к неоднозначности факторного наполнения и величины отдельных промежуточных показателей прибыли. Можно также упомянуть и о различиях в трактовке операционных, внереализационных и чрезвычайных расходов, имеющих место в российских бухгалтерских и налоговых регулятивах.

Известны три базовых вида прибыли – экономическая, предпринимательская и бухгалтерская, определяемые в рамках соответственно академического, предпринимательского и бухгалтерского подходов. Суть первого подхода – в исчислении прибыли с учетом экономически обоснованных доходов и расходов: базовая категория – *прибыль экономическая*, представляющая собой гипотетическую величину, определяемую как разницу между доходами фирмы и ее экономическими издержками, предусматривающими учет затрат отвергнутых возможностей (альтернативных затрат)¹. В рамках второго подхода прибыль определяется как результат изменения чистых активов фирмы: базовая категория – *прибыль предпринимательская*, понимаемая как изменение рыночной капитализации, т. е. как прирост капитала собственников (за исключением операций по преднамеренному его изменению, например, дополнительная эмиссия, выплата дивидендов и др.), имевший место в отчетном периоде и проявляющийся в увеличении ее чистых активов, исчисляемых как капитализированная стоимость будущих чистых поступлений за минусом обязательств². Суть третьего

¹ Напомним, что под экономическими издержками понимается совокупная стоимость других благ, которые можно было бы теоретически приобрести при максимально выгодном использовании имевшихся ресурсов.

² Вероятно, уместно упомянуть о том, что учеными и практиками предложены и другие варианты расчета прибыли через рыночные оценки. Так, достаточную извест-

подхода – в исчислении прибыли как разницы между доходами и затратами (расходами)¹ фирмы, относимыми к отчетному периоду: базовая категория – *прибыль бухгалтерская*.

Первый подход к определению прибыли является сугубо теоретическим и вряд ли имеет практическое приложение; второй подход с определенной условностью реализуем в отношении листинговых компаний; третий подход может быть распространен на любые организационно-правовые формы ведения бизнеса. С позиции сущностного отображения факторов формирования прибыли, представления счетных алгоритмов и их информационного обеспечения именно последний подход представляется наиболее приемлемым и практически реализуемым. К его несомненным преимуществам относятся: (а) существен-

ность получила концепция управления стоимостью (ценностью) фирмы (Value Based Management, VBM), в основу которой заложен критерий *добавленной экономической стоимости (ценности)* (Economic Value Added, EVA). Эта концепция была предложена Б. Стюартом (G. Bennett Stewart III) в 1991 г. как один из подходов к управлению инвестициями (см.: [Stewart]). Суть критерия EVA заключается в следующем. Стратегическую основу фирмы составляет капитал, за мобилизацию и использование которого фирма как самостоятельный субъект рыночных отношений должна платить. Платность в отношении источников финансирования выражается категорией средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Поскольку существует рынок капитала, то существует и некоторая среднерыночная отдача на инвестируемый капитал. Зная для данной фирмы объем задействованного капитала и среднерыночную норму отдачи, можно рассчитать для нее, условно говоря, «нормальную» прибыль. С этой «нормальной» прибылью можно сравнить фактическую; разница между ними покажет эффективность работы фирмы в контексте рынка. Это показатель оценки внутрифирменной эффективности, точнее, эффективности работы топ-менеджеров. Известны различные алгоритмы расчета показателя EVA; согласно одному из них, вероятно самому распространенному, EVA представляет собой разность между чистой операционной прибылью, скорректированной на налоговые выплаты, и нормальными затратами капитала. Как несложно заметить, расчет значений компонентов EVA отличается исключительно высокой субъективностью, что значительно снижает аналитическую ценность этого индикатора. Одной из альтернатив концепции EVA является показатель *добавленная рыночная стоимость (ценность)* (Market Value Added, MVA), рассчитываемый как разница между совокупной рыночной стоимостью фирмы (сумма рыночных оценок капитала собственников и заемного капитала) и совокупной учетной (балансовой) стоимостью фирмы (сумма балансовых оценок капитала собственников и заемного капитала). Основное различие между EVA и MVA заключается в следующем: EVA дает оценку успешности работы с позиции прошлого и настоящего, тогда как MVA – с позиции будущего, поскольку при расчете MVA используются рыночные оценки собственного и заемного капиталов, которые в условиях эффективного рынка устанавливаются на основе оценки ценности ожидаемых в будущем доходов. Кроме того, расчет индикатора MVA гораздо в меньшей степени сопряжен с условностями и сложностями, имеющими место при оценке WACC и компонентов EVA.

¹ В научной литературе существует дискуссия относительно содержательного наполнения понятий «затраты», «расходы», «издержки», «потери», «убытки» и их соотношения друг с другом. Позиция авторов по данному вопросу представлена в работе [Ковалев, Ковалев Вит., 2005(б)].

ное снижение (но, заметим, не исключение!) уровня субъективности при расчете прибыли; (б) возможность приложения к любой коммерческой организации, ведущей учет в соответствии с принятыми регулятивами; (в) наличие унифицированной и хорошо структурированной информационной базы (данные бухгалтерского учета), инвариантной по отношению к виду деятельности фирмы, ее размерам и организационно-правовой форме; (г) наличие поддающейся унификации и верифицированию методики и техники расчета прибыли.

В рамках бухгалтерского подхода прибыль P может быть представлена в наиболее общем виде как разность между суммами различных доходов (R_j) и затрат (Ex_k), формируемых в привязке к периоду, за который исчисляется конечный финансовый результат, и логически соотносимых друг с другом. Доходы и расходы (затраты) для расчета финансового результата принимаются во внимание в соответствии с бухгалтерскими регулятивами. Общий алгоритм расчета прибыли таков:

$$P = \sum_{j=1}^n R_j - \sum_{k=1}^m Ex_k, \quad (10.2)$$

где R_j – j -й вид доходов фирмы, $i = 1, 2, \dots, n$;
 Ex_k – k -й вид расходов (затрат), $k = 1, 2, \dots, m$.

Наращение видов и сумм доходов фирмы способствует росту прибыли; расходы (затраты), напротив, уменьшают ее. Положительная разница означает бухгалтерскую прибыль, отрицательная – бухгалтерский убыток. Информация о структурах доходов и расходов (затрат) и способах их оптимизации рассматривается как внутрифирменная, конфиденциальная, однако укрупненные элементы совокупных доходов и затрат являются общедоступными и приводятся в типовой бухгалтерской форме «Отчет о прибылях и убытках». Несложно понять, что данный отчет являет собой табличное представление жестко детерминированной факторной модели (10.2). Из приведенной формулы можно сделать очевидный вывод: принимая во внимание ту или иную комбинацию доходов и расходов или меняя их величину, можно формировать различные показатели прибыли. Действительно, используя тот или иной метод оценки запасов, списываемых на себестоимость продукции, применяя разные методы амортизации, по-разному признавая доходы и затраты, можно получить большее или меньшее значение прибыли. Следует особо отметить следующее обстоятельство: при расчете прибыли в рамках бухгалтерского подхода ключевым является известный бухгалтерский принцип соотношения доходов с расходами¹, эти доходы обусловившими; иными словами, включаемые в модель (10.2) очередные виды доходов и расходов должны быть логически сопоставимыми и взаимообусловленными.

Оба выделенных фактора (R_j и Ex_k) в определенных рамках являются регулируемыми со стороны управленческого персонала. В особенности это относится к фактору «затраты»; именно этим объясняется тот факт, что затраты (издержки) производства и обращения, выступая одним из основных факторов прибыли, безусловно, находятся под пристальным вниманием и контролем руководства предприятия. Говоря о регулируемости, мы имеем в виду варьирование величиной показателя. И здесь факторы R_j и Ex_k существенно разнятся. Так, величина доходов от основной деятельности предопределяется рынком, а потому наращивать доходную часть в модели (10.2) можно по сути лишь путем расширения объемов производства и продаж, а также управления структурой производства.

Приведенные рассуждения позволяют сформулировать два примечательных правила.

Первое правило, которое нужно учитывать аналитику (бизнесмену, экономисту), таково: прибыль – это расчетный показатель, дающий некоторую оценку финансово-хозяйственной деятельности фирмы за отчетный период, на величину которого влияют как собственно производственно-коммерческая деятельность фирмы, так и применяемые ее специалистами методы оценки, учета и исчисления показателей доходов и затрат. **Прибыль – это мнение, ее величиной можно варьировать.** Не случайно в ходе аудиторской проверки как раз и контролируются обоснованность признания и величина оценки тех или иных видов доходов и затрат, учитываемых при расчете конечного финансового результата.

Если прибыль понимается как разница между доходами и затратами, число видов которых, как известно, велико, то отсюда вытекает *второе правило*: в зависимости от различных комбинаций доходов и затрат и подключения к рассмотрению новых их видов можно последовательно рассчитывать различные показатели прибыли, при этом каждый из них будет представлять большую или меньшую значимость для той или иной категории лиц, имеющих интерес к данной компании. Иными словами, понятие прибыли многозначно и с позиции того круга доходов и затрат, который был учтен при расчете именно этого показателя. Поэтому всегда необходима четкая и однозначная идентификация алгоритмического и информационного обеспечения показателя прибыли, о котором ведется речь, позволяющая делать обоснованные оценочные суждения о нем.

Прибыльность понимается как возможность и способность бизнеса «делать прибыль». Поскольку показателей прибыли много, рассуждения ведутся, прежде всего, с позиции собственников фирмы, играющих, как известно, ключевую роль в судьбе бизнеса. Для них базовой результатной характеристикой является чистая прибыль – именно

этот показатель рассматривается ими как один из основных критериев успешности функционирования фирмы. Чистая прибыль – это разница между всеми доходами и расходами, понимаемыми в обобщенном смысле. Отсюда с очевидностью следует, что соответствующий комплекс процедур оценки и управления прибыльностью подразумевает такие воздействия на факторы финансово-хозяйственной деятельности, которые способствовали бы, во-первых, повышению доходов и, во-вторых, снижению расходов.

В рамках решения первой задачи – *повышение доходов* – должны проводиться оценка, анализ и планирование: выполнения плановых заданий и динамики продаж в различных разрезах; ритмичности производства и продаж; достаточности и эффективности диверсификации производственной деятельности; эффективности ценовой политики; влияния различных факторов (фондовооруженность, загруженность производственных мощностей, сменность, ценовая политика, кадровый состав и др.) на изменение величины продаж; сезонности производства и продаж, критического объема производства (продаж) по видам продукции и подразделениям и т. п. Результаты планово-аналитических расчетов обычно оформляются в виде традиционных таблиц, содержащих плановые (базисные) и фактические (ожидаемые) значения объемов производства и продаж и отклонения от них в натуральных и стоимостных показателях, а также в процентах.

Поиск и мобилизация факторов повышения доходов находится, в известном смысле, в компетенции высшего руководства компании, а также ее маркетинговой службы; роль финансовой службы сводится в основном к обоснованию разумной ценовой политики, оценке целесообразности и экономической эффективности нового источника доходов, контролю за соблюдением внутренних ориентиров по показателям рентабельности в отношении действующих и новых производств.

Вторая задача – *снижение расходов (затрат)* – подразумевает оценку, анализ, планирование и контроль за исполнением плановых заданий по местам возникновения и видам расходов (затрат), а также поиск резервов *обоснованного* снижения себестоимости продукции¹. Общеизвестен тезис – затраты никогда нельзя оставлять без присмотра, иначе они имеют тенденцию к необоснованному росту.

¹ Речь идет именно об обоснованном снижении издержек производства и обращения. Как правило, в любом крупном предприятии разрабатываются технически (или научно) обоснованные нормативы по отдельным операциям и, кроме того, существуют разнообразные нормы в рамках технологического процесса (состав, структура и виды сырья и материалов, последовательность операций и др.). Экономия за счет нарушения технологического процесса, естественно, не может рассматриваться как обоснованная (вряд ли кто-то захочет кушать котлеты, в которых доля мяса занижена в целях экономии затрат и снижения себестоимости).

Управление факторами прибыльной работы осуществляется не только с помощью натурально-стоимостных индикаторов (имеются в виду прежде всего показатели доходов и расходов), но и путем регулярного исчисления разнообразных показателей рентабельности.

Рентабельность (Profitability) понимается в двух весьма близких значениях: (а) как синоним прибыльности (бизнес рентабелен, если он генерирует прибыль); (б) как способность генерировать прибыль в контексте использованных или потраченных ресурсов. Поскольку прибыль – показатель абсолютный, т. е. трудно сопоставимый (например, прибыль в 10 тыс. руб. может быть конечным финансовым результатом как крупной корпорации, так и небольшой частной конторы), а в экономике практически любое действие предполагает сопоставимость, сравнимость (например, в терминах «выгодно-невыгодно», «целесообразно-нецелесообразно», «эффективно-неэффективно» и др.), то для характеристики рентабельности применяют специальные индикаторы, называемые коэффициентами рентабельности и рассчитываемыми как отношение прибыли к некоторой базе, характеризующей субъект, о рентабельности которого и пытаются вынести суждение. В качестве такой базы обычно берут: (а) ресурсы или (б) совокупный доход в виде выручки, полученной от контрагентов в ходе текущей деятельности. Соответственно возникают две группы показателей: коэффициенты рентабельности инвестиций и коэффициенты рентабельности продаж. Те или иные показатели прибыли сопоставляются в первом случае с величиной инвестиций, во втором случае – с выручкой.

Уместно отметить следующую особенность обсуждаемых индикаторов. Поскольку любой показатель рентабельности является относительной величиной, он должен быть обоснован с позиции методологии расчета; в частности, величины, служащие основой расчета показателя, должны быть сопоставимыми. Так, прибыль генерируется не конкретным активом, а организацией (фирмой) в целом, а потому логически оправданным является сопоставление прибыли с некоторым индикатором, по возможности комплексно характеризующим эту организацию. Иными словами, рассчитывать, например, рентабельность станка, сопоставляя прибыль фирмы с его стоимостью, методологически не корректно; подобные сопоставления можно делать лишь для крупных инвестиций, когда удастся в большей или меньшей степени найти соответствие между инвестицией и приписываемой ей прибылью. Хотя на практике строгого следования указанному требованию не наблюдается, его все же следует иметь в виду по крайней мере на этапе формулирования аналитических выводов.

В принципе вполне уместно говорить об управлении рентабельностью. Поскольку любой коэффициент рентабельности является относительным, с формальных позиций можно говорить о двух аспектах:

(а) управлении прибылью (числитель показателя рентабельности) и (б) управлении базой формирования прибыли (знаменатель показателя рентабельности).

Подробно о видах прибыли, оценке прибыльности и рентабельности и управлении их значениями см. в [Ковалев, 2006(а)].

10.4. Управление активами фирмы

Любая хозяйственная операция сказывается на величине активов фирмы. На момент создания предприятия его собственники определяют основные направления его деятельности и выстраивают соответствующую структуру активов. В дальнейшем эта структура меняется, однако отраслевая специфика в целом остается неизменной (безусловно, возможны и другие варианты, когда речь идет о преднамеренной существенной диверсификации деятельности крупного предприятия). Решения по изменению величины, состава и структуры активов осуществляются в рамках инвестиционной деятельности.

Несложно понять, что обоснование решений инвестиционного характера представляет собой одну из ключевых областей деятельности финансового менеджера, причем речь должна вестись как в стратегическом, так и в оперативном аспектах. Дело в том, что в широком смысле инвестиция (Investment) может трактоваться как оцененные в стоимостной оценке расходы, сделанные в ожидании будущих доходов. **Инвестиция** – это осознанный отказ от текущего потребления в пользу возможного, относительно большего дохода в будущем, который, как ожидается, обеспечит и большее суммарное (т. е. текущее и будущее) потребление. Инвестиция по определению затратна (сначала нужно потратиться, чтобы впоследствии, возможно, получить доход) и рискована (вероятность получения дохода в размере, устраивающем инвестора, как правило меньше единицы). В рыночной экономике инвестиционная деятельность как явление в известном смысле носит вынужденный характер, поскольку с ее помощью обеспечивается конкурентоспособность, движение вперед, тогда как неизменность, застой – это, по сути, всегда начало регресса, падения. Иными словами, инвестиция – это необходимое, рациональное (естественно, с субъективной точки зрения инвестора) движение, которое всегда лучше, чем застой, консервация статус-кво, ибо, как справедливо заметил Л. Кэррол: «Чтобы оставаться на месте, надо очень быстро бежать. Для продвижения вперед надо бежать вдвое быстрее». Инвестиционная деятельность – это и есть признак того, что руководитель (фирма) по крайней мере «пытается бежать».

Традиционно различают два вида инвестиций – финансовые и реальные. Первые представляют собой вложение капитала в (долгосроч-

ные) финансовые активы – паи, акции, облигации; вторые – в развитие материально-технической базы предприятий производственной и непроизводственной сфер. Формами представления инвестиций выступают основные средства, нематериальные активы, ценные бумаги. Хотя на практике понятие инвестиций, как правило, сужают до вложений долгосрочного характера, временной фактор не является определяющим. Иными словами, любое целесообразное вложение денежных средств (например, покупка запасов сырья) также представляет собой некий вариант инвестиционной деятельности. Отсюда следует очевидный вывод: управление инвестиционной деятельностью фирмы в широком смысле можно понимать как управление ее активами, ее имущественным потенциалом.

Обобщенная характеристика активов фирмы приведена в ее балансе. Согласно сложившимся классификациям активы принято делить на внеоборотные (долговременные) и оборотные (текущие). Решения, принимаемые финансовым менеджером в отношении активов фирмы, условно подразделяются на три группы: (1) управление инвестиционными проектами; (2) управление финансовыми инвестициями; (3) управление оборотными активами.

Управление инвестиционными проектами. В данном случае подразумеваются действия, направленные на развитие материально-технической базы фирмы. Под *инвестиционным проектом* (Investment Project) понимается совокупность инвестиций и генерируемых ими доходов. С формальной точки зрения любой инвестиционный проект зависит от ряда параметров, которые в процессе анализа подлежат оценке и нередко задаются в виде дискретного распределения, что позволяет проводить этот анализ в режиме имитационного моделирования. В наиболее общем виде инвестиционный проект IP представляет собой следующую модель:

$$IP = \{IC_j, CF_k, n, r\}, \quad (10.3)$$

где IC_j – инвестиция в j -м году, $j = 1, 2, \dots, m$ (чаще всего считается, что $m = 1$);
 CF_k – приток (отток) денежных средств в k -м году, $k = 1, 2, \dots, n$;
 n – продолжительность проекта;
 r – ставка дисконтирования.

Понятие «инвестиционный проект» чаще всего используется в приложении к так называемым реальным инвестициям, предусматривающим вложение средств в некие материальные активы, последующая эксплуатация которых должна привести к поступлениям, позволяющим не только возместить сделанные капитальные затраты, но и получить некоторый доход. Отсюда возникает задача определения целесообразности и экономической, социальной или социально-экономической эффективности инвестиции. Дело в том, что по сравнению

со многими финансовыми активами инвестиции в нефинансовые активы имеют специфический риск, обусловленный их низкой ликвидностью. Поэтому и разработаны достаточно разнообразные и детализированные методики и критерии оценки инвестиционных проектов, связанных прежде всего с реальными инвестициями.

В крупной фирме реализация инвестиционного проекта осуществляется обычно в рамках инвестиционной политики, разработка которой предполагает: формулирование долгосрочных целей ее деятельности; поиск новых перспективных сфер приложения свободного капитала; разработку инженерно-технологических, маркетинговых и финансовых прогнозов; подготовку бюджета капитальных вложений; оценку альтернативных проектов; оценку последствий реализации предшествующих проектов.

Администрирование инвестиционной деятельностью фирмы может быть организовано различным образом; в частности, выделяют следующие стадии этого процесса:

(а) *планирование* – на этой стадии осуществляется формулирование цели, исследование рынка и идентификация возможных проектов, экономическая оценка, перебор вариантов в условиях различных ограничений, формирование инвестиционного портфеля, ранжирование проектов в портфеле по степени их предпочтительности и возможностей реализации;

(б) *реализация отдельного проекта* – эта стадия наиболее продолжительна и потому подразделяется на несколько этапов: этап инвестирования, этап действия (производство, сбыт, затраты, финансирование), этап ликвидации последствий проекта; обязательной процедурой на каждом из этих этапов является *контроль* за соответствием плановых и фактических показателей, характеризующих проект.

(в) *оценка и анализ* – аналитические процедуры, предназначенные для оценки соответствия поставленных и достигнутых целей, должны выполняться регулярно, т. е. в рамках всей инвестиционной деятельности, поскольку в подавляющем большинстве случаев инвестиционные проекты связаны отношениями комплементарности или замещения¹, а также по завершении конкретного проекта.

Критическими моментами в процессе составления бюджета капиталовложений являются: (а) прогнозирование объемов реализации с учетом возможного спроса на продукцию (поскольку большинство проектов связано с дополнительным выпуском продукции); (б) оценка

¹ Проекты связаны между собой отношениями комплементарности, если принятие нового проекта способствует росту доходов по одному или нескольким другим проектам. Проекты связаны между собой отношениями замещения, если принятие нового проекта приводит к некоторому снижению доходов по одному или нескольким действующим проектам.

притока денежных средств по годам; (в) оценка доступности требуемых источников финансирования; (г) оценка приемлемого значения цены капитала, используемого в том числе и в качестве коэффициента дисконтирования.

Анализ возможной емкости рынка сбыта продукции, т. е. прогнозирование объема реализации, наиболее существен, поскольку ее недооценка может привести к потере определенной доли рынка сбыта, а ее переоценка – к неэффективному использованию введенных по проекту производственных мощностей, т. е. к неэффективности сделанных капиталовложений.

Финансирование любого проекта предполагает привлечение одного или нескольких источников; как правило, все источники имеют платный характер. Стоимость капитала, привлекаемого для финансирования проекта, может меняться (нередко в сторону увеличения) в силу разных обстоятельств. Это означает, что проект, принимаемый при одних условиях, может стать невыгодным при других. Различные проекты не одинаково реагируют на увеличение стоимости капитала. Так, проект, в котором основная часть притока денежных средств падает на первые годы его реализации, т. е. возмещение сделанных инвестиций осуществляется более интенсивно, в меньшей степени чувствителен к удорожанию цены за пользование источником средств.

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). Упрощенно чистый денежный поток может быть рассчитан как сумма прибыли и затрат (расходов), не затрагивавших движение денежных средств (обычно в качестве таких затрат рассматриваются амортизационные отчисления). Смысл ориентации на денежный поток заключается в следующем. Дело в том, что прибыль – это достаточно условный показатель, величина которого зависит от методики учета. В этом смысле денежный поток представляет собой более объективный показатель изменения активов – все операции по изменению имущества фирмы в конечном итоге сводятся к совокупному влиянию оттоков и притоков денежных средств. Положительное сальдо в притоках и оттоках в конечном итоге и даст величину наращивания капитала собственников по результатам проекта. Тем не менее возможно применение методик, когда 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 оправдана, 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).

Графически инвестиционный проект представляется следующим образом (рис. 10.4); заметим, что однонаправленность элементов возвратного потока $\{CF_k\}$ в общем случае не предполагается. Логика отбора инвестиционного проекта как раз и заключается в том, что с помощью некоторого критерия исходная инвестиция (IC) сравнивается с потоком ожидаемых поступлений $\{CF_k\}$.

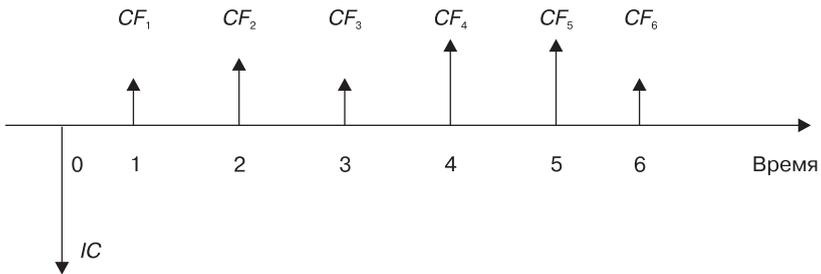


Рис. 10.4. Графическое представление типового инвестиционного проекта

Критерии оценки инвестиционных проектов (Criteria for Projects Appraisal) – показатели, используемые для (а) отбора и ранжирования проектов, (б) оптимизации эксплуатации проекта, (в) формирования оптимальной инвестиционной программы. Критерии, используемые в анализе инвестиционной деятельности, можно подразделить на две группы: (а) основанные на дисконтированных оценках; (б) основанные на учетных оценках. В первом случае фактор времени принимает

ся во внимание, во втором – нет. В первую группу входят критерии: чистая дисконтированная стоимость (Net Present Value, *NPV*); чистая терминальная стоимость (Net Terminal Value, *NTV*); индекс рентабельности инвестиции (Profitability Index, *PI*); внутренняя норма прибыли (Internal Rate of Return, *IRR*); модифицированная внутренняя норма прибыли (Modified Internal Rate of Return, *MIRR*); дисконтированный срок окупаемости инвестиции (Discounted Payback Period, *DPP*). Во вторую группу входят критерии: срок окупаемости инвестиции (Payback Period, *PP*) и учетная норма прибыли (Accounting Rate of Return, *ARR*). Следует особо подчеркнуть, что ни один из упомянутых критериев не может рассматриваться как безусловный и неоспоримый аргумент – принятие решения в отношении такого сложного явления, каковым является инвестиционный проект, должно основываться на целом комплексе доводов, в числе которых могут быть и один или несколько формализованных критериев.

С позиции теории базовым методом оценки инвестиционных проектов считается расчет критерия *NPV*. В основе данного метода оценки заложено следование основной целевой установке, определяемой собственниками компании, – повышение ценности фирмы, количественной оценкой которой служит ее рыночная стоимость, а целесообразность принятия проекта как раз и зависит от ответа на вопрос, будет ли иметь место приращение ценности фирмы в результате реализации проекта. Метод основан на сопоставлении величины исходной инвестиции (*IC*) с общей суммой дисконтированных чистых денежных поступлений, генерируемых ею в течение прогнозируемого срока $\{CF_k\}$. 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.

Пусть делается прогноз, что инвестиция (*IC*) будет генерировать в течение *n* лет годовые доходы в размере CF_1, CF_2, \dots, CF_n . Общая накопленная величина дисконтированных доходов (Present Value, *PV*) и чистая дисконтированная стоимость (Net Present Value, *NPV*) соответственно рассчитываются по формулам:

$$PV = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k}, \quad (10.4)$$

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k} - IC. \quad (10.5)$$

Очевидно, что если: $NPV > 0$, то проект следует принять;
 $NPV < 0$, то проект следует отвергнуть;
 $NPV = 0$, то проект ни прибыльный, ни убыточный.

Имея в виду упомянутую выше основную целевую установку, на достижение которой направлена деятельность любой компании, можно дать экономическую интерпретацию трактовки критерия NPV с позиции ее собственников, которая по сути и определяет логику критерия NPV :

- если $NPV < 0$, то в случае принятия проекта ценность компании уменьшится, т. е. собственники компании понесут убыток;
- если $NPV = 0$, то в случае принятия проекта ценность компании не изменится, т. е. благосостояние ее собственников останется на прежнем уровне;
- если $NPV > 0$, то в случае принятия проекта ценность компании, а следовательно, и благосостояние ее собственников увеличатся.

Необходимо отметить, что показатель NPV отражает прогнозную оценку изменения экономического потенциала фирмы 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 этот критерий из всех остальных и позволяющее использовать его в качестве основного при анализе оптимальности инвестиционного портфеля.

Практики весьма часто применяют критерий IRR , численно равный значению ставки дисконтирования, при которой чистая дисконтированная (приведенная) стоимость инвестиционного проекта (NPV) равна нулю. Критерий принимает во внимание временную ценность денежных средств. Для конкретного проекта значение IRR равняется r , найденному из уравнения:

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k} - IC = 0, \quad (10.6)$$

где CF_k – элемент возвратного денежного потока, генерируемого инвестицией IC в k -м году (базисном периоде);

n – продолжительность инвестиционного проекта (финансовой операции).

Значение IRR может трактоваться как максимально допустимый уровень относительных затрат капитала по данному проекту, а потому IRR сравнивается либо со стоимостью целевого источника, либо со средневзвешенной стоимостью капитала, характерной данной фирме; проект принимается, если IRR превосходит стоимость источника (капитала).

В крупной компании, как правило, любой инвестиционный проект рассматривается в контексте инвестиционной программы. Дело в том,

что чаще всего фирма имеет множество инвестиционных возможностей, однако ее возможности финансирования не беспредельны. Отсюда возникает необходимость в *оптимизации бюджета капитальных вложений* (Capital Rationing), под которой понимается формирование портфеля капиталовложений в условиях ограниченности источников финансирования путем отбора и включения в него независимых инвестиционных проектов, обеспечивающих наибольшее суммарное значение чистой приведенной стоимости (NPV).

Теоретически возможны три варианта оптимизации: пространственная, временная и пространственно-временная. В самом общем случае оптимальный вариант достигается путем решения задачи оптимального программирования.

На практике чаще всего речь идет о пространственной оптимизации, в ходе которой отбираются проекты, возможные к немедленному одновременному внедрению. Считается, что фирма ограничена в источниках финансирования, а число доступных проектов велико – в этом случае как раз и возникает задача пространственной оптимизации, подразумевающая отбор проектов в условиях ограниченности объемов финансирования. В качестве целевого критерия можно выбирать различные показатели, однако теория предлагает ориентироваться на критерий «максимизация совокупного NPV ». При сделанных допущениях возможны два базовых варианта.

Вариант 1. Стоимость источников финансирования считается неизменной (например, это может быть средневзвешенная стоимость капитала). В этом случае последовательность действий такова:

- для каждого проекта рассчитывается показатель «индекс рентабельности инвестиции» (PI) как отношение суммы дисконтированных элементов возвратного потока к исходной инвестиции (заметим, что для всех потенциально выгодных проектов с очевидностью $PI > 1$);
- проекты упорядочиваются по убыванию PI ;
- в инвестиционную программу последовательно включаются все проекты с наибольшими значениями PI , пока позволяет финансирование;
- можно показать, что в этом случае будет достигнут наибольший эффект, т. е. суммарный NPV всех проектов, включенных в программу, будет наибольшим из всех возможных комбинаций.

Вариант 2. При составлении портфеля исходят из предположений: (а) для финансирования включенных в портфель проектов будут использованы значительные объемы ресурсов сторонних инвесторов; (б) в принципе нет ограничений на получение финансирования; (в) с ростом доли заемного капитала в структуре долгосрочных источников стоимость очередного вновь привлекаемого источника может

существенно возрастать, что автоматически приведет к росту средне-взвешенной стоимости капитала и росту финансового риска фирмы. В этом случае последовательность действий такова:

- для каждого инвестиционного проекта рассчитывается значение внутренней нормы прибыли (*IRR*) и строится график инвестиционных возможностей (убывающая ломаная);
- строится график предельной стоимости капитала (возрастающая ломаная);
- при наложении графиков друг на друга находится точка пересечения графиков;
- в портфель включаются все проекты, расположенные левее найденной точки пересечения;
- поскольку основной вклад в финансировании будет принадлежать заемному капиталу, необходимо оценить реальные возможности (а) выплаты текущих затрат по поддержанию данного источника, т. е. процентных выплат как стоимости капитала (иными словами, нужно оценить, хватит ли у фирмы средств для того, чтобы выплачивать процентные платежи до того, как новые проекты будут давать отдачу) и (б) возврата основной суммы долга (иными словами, нужно оценить возможности возврата привлеченных средств).

Первый вариант действий достаточно реален, несложен в вычислительном плане и позволяет достичь максимальной отдачи на вложенный капитал.

Управление финансовыми инвестициями. Вложение в ценные бумаги может рассматриваться в двух аспектах: долгосрочном и краткосрочном. В первом случае речь идет обычно об участии в капитале некоторой фирмы; с помощью подобных операций, например, формируется корпоративная группа с целью расширения и диверсификации финансово-хозяйственной деятельности материнской компании и группы в целом, обеспечения гарантированных поставок сырья и материалов и др. Краткосрочный аспект подразумевает формирование портфеля ценных бумаг. В контексте деятельности типовой производственной фирмы подобный портфель создается как своеобразный резерв денежных средств; получение прибыли здесь не является основной целью, главное – иметь высоколиквидные ценные бумаги, которые в пиковые периоды могут быть конвертированы в денежные средства. Оценка целесообразности операций с ценными бумагами осуществляется с помощью DCF-модели (10.1).

Ценные бумаги обращаются на фондовых биржах. Суждения о целесообразности операций с ценными бумагами делаются с помощью модели ценообразования на рынке капитальных финансовых активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM), описывающей зависимость меж-

ду показателями доходности и риска индивидуального финансового актива и рынка в целом:

$$k_e = k_{rf} + \beta (k_m - k_{rf}), \quad (10.7)$$

где k_e – ожидаемая доходность ценной бумаги, целесообразность операции с которой анализируется;

k_m – средняя рыночная доходность;

k_{rf} – безрисковая доходность, под которой понимают доходность государственных ценных бумаг;

β – бета-коэффициент, характеризующий рисковость оцениваемой ценной бумаги (рассчитывается по статистическим данным и выражает вариабельность доходности ценной бумаги по отношению к среднерыночной доходности).

Зная значение бета-коэффициента и прогнозируя значение среднерыночной доходности, можно рассчитать ожидаемое значение доходности ценной бумаги (подробнее см.: [Ковалев, 2006(а)]).

Управление оборотными активами. Оборотные средства (Current Assets) — это активы предприятия, возобновляемые с определенной регулярностью для обеспечения текущей деятельности, вложения в которые как минимум однократно оборачиваются в течение года или одного производственного цикла, ежели последний превышает 12 месяцев. Политика в отношении управления этими активами важна прежде всего с позиции обеспечения непрерывности и эффективности текущей деятельности предприятия. Поскольку во многих случаях изменение величины оборотных активов сопровождается и изменением краткосрочных обязательств (пассивов), оба эти объекта учета рассматриваются, как правило, совместно в рамках политики управления *чистым оборотным капиталом*, величина которого рассчитывается как разность между оборотным капиталом (CA) и краткосрочными обязательствами (CL).

Управление чистым оборотным капиталом подразумевает оптимизацию его величины, а также соотношения значений отдельных факторов его изменения. Что касается общей величины чистого оборотного капитала, то обычно разумный рост ее рассматривается как положительная тенденция; однако могут быть и исключения – например, ее рост за счет увеличения безнадежных дебиторов вряд ли удовлетворит финансового менеджера. С позиции факторного анализа принято выделять такие факторные компоненты чистого оборотного капитала, как производственные запасы (Inv), дебиторская задолженность (AR), денежные средства (CE), краткосрочные пассивы; иными словами, анализ основывается на следующей модели:

$$WC = CA - CL = Inv + AR + CE - CL. \quad (10.8)$$

Оборотные активы рассматриваются в контексте производственно-коммерческого цикла (см. рис. 9.6). Суть управления оборотными активами заключается в субъективной оптимизации продолжительности данного цикла, поскольку чем скорее возвращаются вложенные в производство денежные средства, тем более эффективно они используются и тем меньшим их объемом можно пользоваться. Ключевые индикаторы – показатели оборачиваемости, позволяющие оценивать, как долго в том или ином виде активов (обычно речь идет о производственных запасах и дебиторской задолженности) омертвлены денежные средства.

10.5. Управление источниками финансирования деятельности фирмы

Источник средств (Source of Financing) – это условное название какой-либо статьи в пассивной стороне бухгалтерского баланса, трактуемой как совокупность капитала собственников и обязательств, т. е. задолженности, предприятия перед третьими лицами. Каждая статья пассива означает, по сути, вклад соответствующего лица (собственники, кредиторы, государственные органы, банки и др.) в финансирование активов данного предприятия. В последующем при нормальном функционировании предприятия те, кто профинансировал его деятельность, смогут получить вложенные ими средства в объеме, означенном в балансе или даже превышающем его. Обособление источников средств в балансе предопределяется сущью и природой двойной записи. Как правило, источники средств появляются как результат целенаправленных действий – например, получение банковского кредита означает приток денежных средств на расчетный счет и одновременно появление в пассиве баланса источника этих средств в виде задолженности перед банком. Вместе с тем источники могут возникать в известном смысле спонтанно как результат финансово-хозяйственной деятельности – например, выявление финансового результата за отчетный период сопровождается необходимостью начисления и уплаты налога на прибыль, что выражается в обособлении в пассиве баланса статьи «Задолженность по налогам и сборам», т. е. в составе источников появляется новый источник. Нередко тот или иной источник образуется с целью идентификации плана использования средств фирмы. Необходимо особо подчеркнуть, что источник средств следует отличать от собственно средств. Источник – это искусственная конструкция, обусловленная применением двойной записи в учете.

Источники финансирования подразделяются на долго- и краткосрочные. К *долгосрочным источникам средств* (Long-Term Sources of Financing) относятся собственный и заемный капиталы. В российском

балансе они представлены соответственно в двух самостоятельных разделах «Капитал и резервы» и «Долгосрочные обязательства». Смысл долгосрочности состоит в том, что средства, поступившие из этих источников (например, долгосрочный банковский кредит) или относящиеся к ним (например, нераспределенная прибыль), будут находиться в распоряжении предприятия достаточно долго – более одного года. Эти источники имеют стратегическую значимость для фирмы в том смысле, что именно за счет их создаются ее производственные мощности, т. е. определяется перспектива развития фирмы. Между двумя разновидностями долгосрочных источников средств – собственным и заемным капиталами – есть ряд принципиальных различий, а главное из них состоит в том, что источник «Собственный капитал» не погашаем, а источник «Заемный капитал» погашаем. Иными словами, наличие первого источника является обязательным, предопределяющим сам факт существования фирмы (нет этого источника – нет и фирмы), тогда как наличие второго источника обязательным не является – он может быть, а может и отсутствовать. Целесообразность привлечения этого источника определяется экономическими соображениями – поскольку заемный капитал обычно дешевле собственного, поэтому разумное и обоснованное его привлечение позволяет не только наращивать масштабы деятельности фирмы, но и извлекать из этого дополнительные доходы.

Под *краткосрочными источниками финансирования* (Short-Term Sources of Financing) понимаются обязательства предприятия перед третьими лицами, которые должны быть погашены в течение 12 месяцев с момента составления отчетности. В российском балансе они представлены в разделе «Краткосрочные обязательства».

Типовая фирма может привлекать различные источники средств; вместе с тем несложно понять, что в основе экономики рыночного типа на микроуровне лежит пятиэлементная система финансирования ее системообразующих компонентов (фирм): (1) самофинансирование (т. е. финансирование за счет прибыли), (2) прямое финансирование через механизмы рынка капитала (эмиссия долевых и долговых ценных бумаг), (3) банковское кредитование, (4) бюджетное финансирование и (5) взаимное финансирование хозяйствующих субъектов. Каждый из этих вариантов имеет свои достоинства и недостатки, однако, вероятно, наиболее существенным является ранжирование источников по их стоимости.

Под *стоимостью источника финансирования* (Cost of a Source of Financing) понимают сумму средств, которую нужно регулярно платить за использование определенного объема привлекаемых финансовых ресурсов, выраженную в процентах к этому объему, т. е. представленную в виде годовой процентной ставки. Подчеркнем, что в данном

случае речь идет не о возврате долга серией платежей, а о своеобразной арендной плате за пользование средствами. Годовая процентная ставка, выражающая размер регулярной платы, и может служить неким ориентиром в определении стоимости источника. Поскольку затраты, связанные с выплатой процентов, по-разному трактуются налоговыми регулятивами, оказывается, что привлечение одного и того же объема средств, но из разных источников может обходиться фирме (финансовому реципиенту) более или менее дешево. Так, выразителями стоимости капитала в приложении к акционерному капиталу и банковскому кредиту являются соответственно уровень дивидендов (в процентах) и уплачиваемая процентная ставка. Поскольку собственники фирмы, образно говоря, стоят последними в очереди на получение своего регулярного вознаграждения, они несут более высокий риск неполучения этого вознаграждения, а значит, размер его должен быть выше.

Несложно понять, что бесплатных источников финансирования практически не бывает (даже кредиторская задолженность при заключении договоров купли-продажи, предусматривающих предоставление скидок за досрочную оплату, становится в определенном смысле платным источником). Кроме того, из-за различий в уровне риска, олицетворяемого с тем или иным источником (с позиции поставщиков средств), источники имеют разную стоимость. Суммарные регулярные расходы по поддержанию сложившейся или целевой структуры источников, естественно, сказываются на конечном финансовом результате, а следовательно, и стоимости фирмы.

Выбор той или иной структуры источников финансирования находит специфическое выражение в показателе *средневзвешенная стоимость капитала* (Weighted Average Cost of Capital, WACC), характеризующем относительный уровень общей суммы регулярных расходов на поддержание сложившейся (оптимальной, целевой и др.) структуры капитала, авансированного в деятельность компании, в процентах к общему объему привлеченных средств и выраженный в терминах годовой процентной ставки. Этот показатель отражает сложившийся на предприятии минимум возврата на вложенный в его деятельность капитал, его рентабельность, и рассчитывается по формуле средней арифметической взвешенной по нижеприведенному алгоритму:

$$WACC = \sum_{j=1}^n k_j \cdot d_j, \quad (10.9)$$

где k_j – стоимость j -го источника средств;
 d_j – удельный вес j -го источника средств в общей их сумме.

Заметим, что смысл расчета *WACC*, равно как и стоимости любого источника, состоит не в оценке сложившегося ее значения, а главным образом в определении стоимости вновь привлекаемой денежной единицы, поскольку основное предназначение *WACC* в контексте деятельности финансового менеджера заключается в том, чтобы использовать полученное значение в качестве коэффициента дисконтирования при составлении бюджета капиталовложений.

Кроме того, *WACC* может использоваться для оценки ориентировочного значения *рыночной стоимости фирмы*. Один из возможных подходов для такой оценки заключается в следующем. Вспомним, что теоретическая стоимость любого финансового актива (V_t) при заданном уровне требуемой доходности (r) и прогнозируемых по годам доходов (CF_k) определяется с помощью *DCF*-модели (10.1). Если доходы по годам одинаковы $CF_k = C$, то в условиях предпосылки о неограниченности срока деятельности компании формула (10.1) трансформируется следующим образом:

$$V_t = \frac{C}{r}. \quad (10.10)$$

Предположим, что компания генерирует по годам один и тот же уровень доходов, используемых, естественно, для покрытия расходов по обслуживанию источников капитала. Таковых два – собственный капитал и заемный капитал. Обслуживание первого источника равносильно выплате дивидендов; обслуживание второго источника сводится к выплате процентов. Если для простоты предположить, что вся чистая прибыль распределяется между акционерами, то обобщенной характеристикой уровня расходов является показатель средневзвешенной стоимости капитала. Обобщенной характеристикой дохода, используемого для обслуживания источников капитала, в этом случае является показатель прибыли до вычета процентов и налогов, уменьшенный на величину налога на прибыль и других обязательных отчислений от прибыли:

$$POI = EBIT - T, \quad (10.11)$$

где *EBIT* – прибыль до вычета процентов и налогов (операционная прибыль);
T – сумма налога на прибыль и других обязательных платежей.

Показатель *POI* представляет собой регулярный доход инвесторов – акционеров и лендеров. Можно дать ему и такую экономическую интерпретацию: он характеризует общую сумму средств в год, затраченных на обслуживание собственного и заемного капитала и численно равных: (а) сумме процентов, уплаченных за год за использование заемных источников средств; (б) сумме выплаченных дивидендов; (в) сумме реинвестированной прибыли.

Имеем регулярный доход (который, заметим, вполне устраивает инвесторов, поскольку они участвуют в финансировании фирмы) и стоимость источника этого дохода, а потому исходя из сделанных предпосылок, текущая совокупная рыночная стоимость фирмы (V_t) может быть найдена по формуле:

$$V^t = \frac{POI}{WACC}. \quad (10.12)$$

Безусловно, приведенная формула дает лишь весьма приближительную оценку; более точные расчеты предполагают отдельную оценку рыночной стоимости собственного и заемного капитала и суммирование полученных результатов.

Приведенная формула подчеркивает еще один аспект значимости процедур контроля и управления значением средневзвешенной стоимости капитала: при прочих равных условиях его снижение повышает капитализированную стоимость фирмы, что в полной мере соответствует основной целевой установке, которую задают владельцы компании своему агенту – наемному управленческому персоналу.

Таким образом, управление источниками финансирования сводится к следующим процедурам: (а) оценка сложившейся структуры источников (здесь могут рассчитываться различные показатели капитализации); (б) оценка способности фирмы поддерживать сложившуюся структуру (ориентация на коэффициенты покрытия); (в) оценка степени соответствия фактической и целевой структуры источников финансирования; (г) выбор вариантов наращивания капитала; (д) выбор дивидендной политики как составного элемента системы управления финансовой структурой фирмы; (е) оценка $WACC$ и динамики этого показателя; (ж) контроль за динамикой стоимости фирмы.

Материалы для самостоятельной работы

Дайте определение следующим ключевым понятиям: анализ, экономический анализ, финансовый анализ, экономический потенциал, план, планирование, бюджет, бюджетирование, финансовый план, генеральный бюджет, гибкий бюджет, бизнес-план, денежный поток, расчеты, безналичные расчеты, DCF -модель, прибыль, рентабельность, инвестиция, инвестиционный проект, источник средств, стоимость капитала, средневзвешенная стоимость капитала.

Вопросы для обсуждения

1. Дайте сравнительную характеристику особенностей анализа в централизованно планируемой экономике и рыночной экономике.

2. Какое место анализ публичной отчетности занимает в общей системе финансового анализа?
3. Каким образом соотносятся между собой понятия «план» и «бюджет»?
4. В чем смысл гибкости бюджета?
5. Охарактеризуйте варианты наращивания экономического потенциала фирмы. В каждом ли варианте имеют место денежные потоки?
6. Дайте экономическую интерпретацию DCF-модели. Для каких целей она может применяться?
7. Любые ли виды поступления (выбытия) денежных средств могут трактоваться как доходы (расходы)? Приведите примеры.
8. В чем принципиальные различия между академическим, предпринимательским и бухгалтерским подходами к определению прибыли?
9. Факторами, обуславливающими повышение доходов или снижение расходов, в большей степени может управлять финансовая служба предприятия? Ответ обоснуйте, приведите примеры.
10. Каким образом увязаны между собой категории «инвестиция» и «время»?
11. Приведите примеры проектов, связанных отношениями (а) комплементарности, (б) замещения.
12. Охарактеризуйте основные критерии оценки инвестиционных проектов. Опишите их достоинства и недостатки.
13. Дайте экономическую интерпретацию чистого оборотного капитала.
14. Охарактеризуйте принципиальные различия между источниками финансирования.
15. В чем значимость показателя средневзвешенная стоимость капитала?

Глава 11

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ В ИСТОРИЧЕСКОЙ РЕТРОСПЕКТИВЕ

После изучения этой главы вы сможете получить представление:

- о периодизации этапов становления финансовой науки;
- о сути классической и неоклассической теорий финансов;
- о роли отдельных ученых в развитии финансовой науки;
- о структурировании неоклассической теории финансов;
- об особенностях эволюции финансовой науки в России;
- о вкладе российских ученых в развитие финансовой науки.

По историческим меркам финансовый менеджмент – весьма молодая наука. Его обособление в самостоятельную систематизированную область знаний, посвященную логике, технике и методам управления финансами хозяйствующего субъекта, произошло сравнительно недавно, однако случилось это не вдруг, не на пустом месте, а было подготовлено развитием как финансовой науки в целом, так и ряда смежных дисциплин, имеющих непосредственное отношение к управлению бизнесом. Сделаем краткий экскурс в историю становления финансовой науки вообще и финансового менеджмента в частности¹.

11.1. Классическая теория финансов

Можно выделить две крупные стадии, характерные для становления и развития науки о финансах: первая, начавшаяся во времена Римской империи и закончившаяся в середине XX в., нашла свое теоретическое оформление в *классической теории финансов*; в известном смысле на смену этой стадии пришла вторая, логику которой выражает *неоклассическая теория финансов*². Суть первой теории состоит в доминанте государства в финансах; суть второй теории – в доминан-

¹ Более подробную информацию о развитии финансовой науки можно найти в других работах автора; см.: [Ковалев, 2001(б), 2002, 2003, 2005].

² Тезис об упомянутой последовательности стадий не следует понимать буквально. Строго говоря, развитие идей, ставших в дальнейшем основой соответственно классической и неоклассической теорий финансов, равно как и совершенствование практики управления финансами в контексте функционирования государства и частного сектора, шло параллельно. Так, по свидетельству Д. Дефо (Daniel Defoe, 1659–1731), торговля ценными бумагами (stock-jobbing) в Англии начала развиваться в конце XVII в. (см.: [Зомбарт, с. 57]), т. е. за 60–70 лет до появления работ камералистов по государственным финансам и уж тем более задолго до того, как вышли фундаментальные

те финансов частного сектора (точнее, речь здесь идет преимущественно о финансах с позиции крупных компаний и рынков капитала).

Ввиду исключительной продолжительности первой стадии принято выделять в ней отдельные периоды. В частности, один из ведущих теоретиков финансовой науки XIX в., профессор К. Рау, обособлял три периода ее развития на первой стадии: ненаучное состояние, переход к научной обработке, научный (рациональный) период.

Период ненаучного состояния. Это был самый продолжительный период. Историки финансовой науки относят его начало ко временам Древнего Египта, Ассирии, Вавилонии, Древней Греции и Рима. С этими государствами как раз и связывают появление элементарных зачатков финансовой науки. Так, в ассирийской и вавилонской теократиях (примерно 2000 г. до н. э.) были не только огромные бюрократические и военные организации, но проводилась активная внешняя политика, развивались совершенные денежные институты, существовали кредит и банковское дело. В исторической литературе упоминается о работе «Рогои», написанной Ксенофонтом (Xenophon, 431–355 до н. э.) и представляющей собой развернутый трактат о государственных финансах Аттики. Древнегреческие ученые Платон (Platon, 427–347 до н. э.) и Аристотель (Aristotle, 384–322 до н. э.) активно разрабатывали фундаментальные теории денег; в работах Аристотеля встречаются и некоторые рассуждения о проценте, хотя попытку построить теорию процента он так и не предпринял. Имеются свидетельства о наличии в Древнем Китае (примерно 300 г. до н. э.) высокоразвитого государственного управления, регулярно занимавшегося аграрными, коммерческими и финансовыми вопросами; у китайцев были методы денежного регулирования и контроля над товарообменом, которые предполагали определенный анализ (см.: [Шумпетер, т. 1, с. 64, 65, 69]).

Восточная Римская империя, просуществовавшая на 1000 лет дольше Западной (последний император Западной Римской империи Ромул Августул был низвергнут вождем германских наемников Одоакром в 476 г.), безусловно, должна была внести свой вклад в развитие финансовой проблематики, однако документальных источников не сохранилось. Не случайно Шумпетер оценивает вклад римлян в развитие экономической науки как «еще меньший» по сравнению с вкладом

труды по неоклассической теории финансов и принятию решений на финансовых рынках. В данном случае мы имеем в виду следующее: оформление упомянутых идей в виде некоторых обобщений теоретического характера хронологически раньше произошло именно в работах немецких ученых, сконцентрировавших свое внимание на проблематике управления финансами государства и публичных союзов. Кроме того, становление неоклассической теории финансов никоим образом не означает автоматической отмены классической теории. Этот факт лишь свидетельствует об определенной специфике приоритетов в области финансов в развитой рыночной экономике.

древних греков (см. [Шумпетер, т. 1, с. 83]). Справедливости ради отметим, что в заслугу римлянам следует поставить прежде всего разработку основных положений римского права, которое, в частности, привнесло в экономику идею свободы договора между участниками сделки, что в дальнейшем оказало влияние на формализацию финансовых отношений.

В те годы господствовал патриархальный взгляд: государство рассматривалось в части аккумуляции средств на общественные нужды как обыкновенное частное лицо и потому не слишком отличалось от него в плане мобилизации средств на общественные нужды. Доходы государства складывались из нескольких источников, основным из которых была плата за пользование государственными землями, рудниками, рынками, пристанями и т. п. Другими статьями дохода были платежи союзников (например, когда в V в. до н. э. города-государства Малой Азии создали союз по защите от персов, уставом союза было предусмотрено, что всякое государство-участник должно или поставлять определенное количество кораблей для защиты, или возмещать их стоимость. Большинство государств избрало последнее, и Афины, игравшие главенствующую роль в этом союзе и взявшие на себя обязанность фактически защищать союз, получили возможность аккумуляции в городском бюджете существенные суммы), ввозные и вывозные пошлины, штрафы, судебные пошлины. Известно, что в Древнем мире вместо финансового права было финансовое насилие, поэтому немалую часть доходов составляла дань с покоренных народов. Налоговая система поначалу была развита весьма слабо, поскольку налоги рассматривались как посягательство на свободу граждан (не случайно в Древней Греции налогами облагались только проститутки, так как лица этой профессии считались потерявшими гражданские права).

Направления расходования государственных средств также не отличались разнообразием. Поскольку все государственные должности были почетными, а черновая работа (письмо, счет) выполнялась рабами, не было необходимости в оплате труда чиновников. Не было нужды и в сложной финансовой системе, так как государственные расходы сводились в основном к расходам на строительство и устройство общественных зданий, да и эти заботы чаще всего брали на себя богатые граждане. Со временем величина расходов и их структура стали меняться в сторону увеличения и разнообразия: храмы строились все более роскошными, возрастали расходы на содержание войска, появился флот, городское поселение необходимо было окружать крепостной стеной и т. п. Поскольку на занятие государственной должности мог претендовать любой гражданин, в том числе не слишком богатый, возникла естественная потребность во введении жалования государственным служащим. Если можно так выразиться, расходная часть государ-

ственного бюджета неуклонно возрастала, а доходная часть так и не претерпевала каких-либо качественных изменений.

Увеличение государственных расходов привело к совершенствованию системы обложения граждан. Весьма известные мужи были привлечены к этой работе. Ксенофонт описывал способы увеличения доходов Афин (например, путем разработки серебряных рудников), Аристотель предлагал фискальные средства для получения от подданных денежных средств. Надо отметить, что греки вообще преуспели по части изобретения новых налогов: упомянем о единовременном налоге на балконы верхних этажей зданий, выступающие на улицу; о налоге на двери, выходящие на улицу; о сборе за право пользования улицей¹.

Увеличение налогового бремени, причем не всегда праведными способами, естественным образом стимулировало людей к поиску путей ухода от налогов. Не случайно, по мнению П. Гензеля, «финансовая наука» древности представляла собой науку «о тех хитроумных, подчас явно бессовестных способах, которыми в порядке частноправовых отношений присваиваются в пользу государства имущества жителей» [Гензель, с. 15].

Таким образом, поскольку ни источники доходов государства, ни направления расходования государственных средств в те годы не отличались большим разнообразием, нужды в сложной финансовой системе не было, а потому не было причин для углубленного осмысления финансовой проблематики.

Переход к научной обработке. В Средние века какие-либо значимые систематизированные разработки по финансовой тематике все еще не были отмечены, тем не менее именно конец Средневековья рассматривается многими учеными как начало второго периода развития финансовой науки – перехода к научной обработке. Справедливости ради отметим, что некоторые методы управления казенным имуществом можно найти в документах VIII–IX столетий. Так, в указе Карла Великого (742–814) приведены подробные инструкции для управителей его доменами². Позднее появляются довольно

¹ Многие столетия спустя подобного типа налоги вновь появились в ряде европейских стран. Так, в средневековой Англии существовал налог на окна, а потому собственники домов, испытывавшие финансовые затруднения, иногда выборочно закладывали окна кирпичом, снижая тем самым размер налоговой базы; до сих пор во многих старинных зданиях британских городов можно видеть заложённые кирпичом оконные проемы.

² Домен (от лат. *dominium* – владение) – часть поместья, на которой в Западной Европе в Средние века феодал вел собственное хозяйство и получал доход; королевские домены представляли собой наследственные земельные владения королей. Таким образом, *домены* – это вещное имущество (земля, леса и др.), служащее источником доходов. Королевские домены были по сути первыми источниками государственной казны. По мере того как поступлений из этих источников стало не хватать для осуществления государственных функций, появились новые источники: регалии, пошлины, сборы, налоги и др.

подробные описи имений, в которых были показаны «леса, луга, пахотные земли, сколько в казенном ведении, сколько отдано на откуп» и которые, по мнению И. Я. Горлова, «показывают заботы о доходах и вероятно служили основанием финансовых мер». Сами эти описи Горлов называл грубыми статистическими опытами, «составление которых впрочем предполагает некоторые финансовые начала» [Горлов, с. 7].

В феодальной Европе в дополнение к доменам возникает новый вид дохода в казну – регалии, представлявшие собой право короля на производство определенных действий, за переуступку которого он получает плату (например, регалией объявляется рыбная ловля; естественно, сам король и не собирался заниматься этим делом, но все желающие ею заниматься обязаны платить пошлину). По мнению Горлова, регалии впервые появились в немецкой империи и вскоре стали любимой формой налога, поскольку не зависели от сословий. Легкость получения казной доходов от продажи регалий была причиной того, что правители чрезвычайно умножали их число: в некоторых государствах было свыше четырехсот регалий. Наиболее распространенными были горное дело (рудодобыча), добывание соли, ее продажа, монетное дело, ветряные мельницы, табачное производство, почта, лотереи.

В Средние века начинают появляться и такие виды денежных сборов, как пошлины. Так, кастильский король Альфонс XI (1311–1350) ввел в своих владениях пошлину, уплачиваемую в виде известной доли цены каждого продаваемого предмета; в 1342 г. она составляла около 5% цены предмета. (Этот король знаменит еще тем, что в 1348 г. издал указ, фиксирующий личную свободу крестьян.)

В конце Средневековья начинается процесс отделения государственной казны от казны короля. Причина очевидна: постоянно увеличивающиеся государственные расходы уже не могли быть покрыты королевской казной. Начинает торжествовать принцип частной собственности.

Отчетливо проявившаяся проблема в образовании устойчивых и объемных внутренних источников средств на государственные нужды не могла быть решена за счет доменов, регалий, пошлин, разовых сборов. (Любопытно отметить, что в эпоху феодализма, как и во времена Древней Греции, была широко распространена практика взимания платы за явно мнимые услуги: за проезд по мостам, выстроенным на сухом месте; за поднятие шлагбаумов, нарочно перегораживающих дорогу, и т. п.) Поэтому вполне естественной выглядела в конце XVIII в. активизация формирования налоговой системы, проявлявшаяся во многих странах.

Первые книги, в которых авторы пытались сформулировать наиболее общие принципы управления доменами, регалиями, сборами, появились лишь в XV–XVI вв. Значительный вклад в систематизацию знаний о финансах был сделан итальянскими учеными. По мнению известного петербургского ученого А. И. Буковецкого (1881–1972), «последнего из могикан» в области классической теории финансов, именно в городах Верхней Италии в XV в. произошло собственно зарождение финансовой науки (см.: [Буковецкий, 1929, с. 152]).

Это были годы раннего меркантилизма, открывшего эпоху первоначального накопления капитала. Основная идея этого течения выражалась в активном вмешательстве государства в хозяйственную жизнь, а его главным элементом являлась система активного торгового баланса, подразумевавшего поощрение, в том числе за счет мощной протекционистской политики и строгой таможенной охраны, вывоза товаров над ввозом.

Ученые того времени, используя немногочисленные наработки в области финансов, сделанные Ксенофонтom, Аристотелем, Фомой Аквинским и другими, начали создавать труды, отчасти посвященные финансовой проблематике. В работах схоластов¹, особенно их идеолога Фомы Аквинского (St. Thomas Aquinas, 1225–1274), активно обсуждаются вопросы о ценообразовании, справедливой цене как критерии этического поведения участников рынка, грехе ростовщичества и др. В частности, Фома Аквинский полагал, что государь имеет право в интересах общего блага прибегать к налогам, если не хватает поступлений от доменов и других источников, и вместе с тем высказывался против долгов, подрывающих уважение подданных к государю и тем самым ослабляющих государство. Историки отмечают также еще одного знаменитого схоласта – Н. Орезма (Nicolas Oresme, ок. 1323–1382), написавшего трактат о деньгах, который считается первой работой, полностью посвященной экономической проблеме (см.: [Шумпетер, т. 1, с. 119]).

В XIV–XV вв. в связи с укреплением идей государственности начинают резко усиливаться потребности монархов и государств в общегосударственных расходах, возникает необходимость в систематизации и развитии новых методов пополнения государственной

¹ *Схоластика* представляла собой доминировавший в средневековой Европе особый тип религиозной философии, в котором были соединены теолого-догматические предпосылки с рационалистическими методиками. В то время церковь обладала практически полной монополией на знания, образование, процессы формирования общественного мнения и государственной политики.

казны. Так, в Германии в XV–XVI вв. в руках правительства насчитывалось более 430 регалий¹ (см.: [Лебедев, с. 23]).

В эпоху реформации (XVI в.) поднимаются проблемы общеправового равенства, что в свою очередь привело к изменению принципов налогообложения. К середине XVIII в. в обществе появляется осознание того, что государственное хозяйство и политика в области формирования доходов государства должны руководствоваться общеэкономическими законами, что бытовавший в годы Средневековья основной принцип теории финансов «бери где можно и как можно больше» (это выражение принадлежит известному финансисту дореволюционной России В. А. Лебедеву) вряд ли экономически и политически оправдан.

Все эти изменения общеполитического, экономического и морально-этического характера привели к тому, что во второй половине Средневековья появляются первые книги, инициированные и востребованные практикой и потому в определенной степени посвященные финансовым вопросам. Так, в 1382 г. в Англии состоялись слушания по проблеме оттока денег из страны и другим финансовым вопросам, материалы которых были опубликованы (см.: [Шумпетер, т. 1, с. 206]). Однако особо следует упомянуть о работах итальянских ученых, прежде всего Д. Карафы (Diomede Karafa, 1406–1487), Н. Макиавелли (Niccolo Machiavelli, 1469–1527) и Дж. Ботеро (Giovanni Botero, 1544–1617). Это было не случайно, поскольку начиная с Позднего Средневековья до последней четверти XVIII в. экономическая наука была по преимуществу итальянской; испанцы, французы и англичане в целом делили второе место, хотя соотношение сил между ними с течением времени существенно менялось (см.: [Шумпетер, т. 1, с. 205]).

Писатель-меркантилист Д. Карафа посвятил вопросам управления финансовым хозяйством целую главу в одной из своих работ, написанной в 70-е гг. XV в. Карафа не был кабинетным теоретиком. Одно время он руководил финансовым хозяйством неаполитанского королевства, поэтому его предложения по классификации и структуризации государственных расходов были продуманными: он выделял расходы

¹ *Регалии* (от лат. *regalis* – царский) – в феодальной Европе королевские привилегии на получение определенных доходов. В дальнейшем были распространены на государство в целом. Регалии представляли собой по сути государственные монополии в определенных областях экономики, куда частный бизнес либо не допускался вовсе, либо существенно ограничивался (например, железные дороги, почтовая, монетная, горная и другие регалии). Таким образом, *регалии* – это право (короля, государства) на производство известных действий, за переуступку которого король получит плату. Например, объявление выделки пороха регалией вовсе не означает, что король (или его люди) будет собственноручно производить порох. Он переуступит это право желающим, которые будут платить ему определенное вознаграждение.

на оборону страны, на содержание государственного аппарата, на удовлетворение чрезвычайных потребностей и др. Основа бюджета – домены, налоги – рассматривались Карафой лишь как чрезвычайный источник пополнения казны, причем он призывал не истощать народ большими поборами. В числе рекомендаций Карафы – идеи о сбалансированности бюджета, о нецелесообразности вынужденных займов, о создании благоприятных условий для заграничных купцов.

В значительной степени благодаря работам итальянских ученых начинает меняться отношение к частному бизнесу. Напомним, что со времен Аристотеля в ученой среде сохранялось критическое отношение к бизнесу, особенно к ростовщичеству. Этот взгляд пропагандировался схоластами, которые видели «что-то низменное» в коммерческой деятельности. Напротив, Макиавелли считал допустимыми любые средства, способствующие упрочению государственности, т. е. его взгляды принципиально отличались от взглядов схоластов, ставивших во главу угла нормы морали.

Несмотря на довольно бурное развитие способов и методов пополнения государственной казны, имевшее место к началу XVII в. во многих феодальных государствах, наука о финансах в те годы так и не стала общепризнанной. Более того, один из величайших мыслителей того периода, Н. Макиавелли, выражая сомнение в самой возможности существования финансовой науки, аргументировал свою позицию тем, что подобной науке следовало бы иметь какие-нибудь неопровержимые истины, положения; но поскольку их нет, а все сводится лишь к известному навыку и ловкости в обирании граждан, то нет и самой науки.

Труды итальянских ученых стимулировали появление подобных работ в других странах. По мнению профессора Венского университета Л. Штайна (Lorentz von Stein, 1815–1890), три страны начали работать над новым направлением особенно активно: в Германии развивалась теория налогов, во Франции изучались государственный баланс и источники налогов, в Англии – закономерности финансов страны (см.: [Озеров, выпуск 1, с. 72]). Так, впервые некоторую систематизацию финансов выполнил французский ученый Ж. Боден (Jean Bodin, 1530–1596). В своей работе «Шесть книг о республике» («Les six livres de la Republique»), опубликованной в 1577 г., он выделил семь основных источников государственных доходов: домены, воинская добыча, подарки друзей, дань союзников, торговля, пошлины с ввоза и вывоза, налоги с подданных (см.: [Буковецкий, 1929, с. 123]). Максимилиан де Бетун (Maximilian de Bethune, 1560–1641), бывший министром финансов во времена Генриха IV и получивший от него титул герцога де Сюлли (de Sully), имел весьма успешный опыт реформирования налоговой системы Франции, отдельные фрагменты которого описал в своей работе. Английский философ и экономист Т. Гоббс (Thomas

Hobbes, 1588–1679) активно пропагандировал идею косвенного налогообложения, У. Петти (William Petty, 1623–1687) разрабатывал идею о стимулировании развития хозяйственной жизни путем разумной налоговой политики, Дж. Локк (John Locke, 1632–1704) предлагал заметить все налоги одним – поземельным.

Финансовая политика государств Позднего Средневековья базировалась на основной идее камералистов в отношении пополнения казны: монарх имеет право неограниченно облагать своих подданных, поскольку абсолютная власть монарха – это божественное право. Лишь к середине XVIII в. с появлением работ физиократов постепенно начало формироваться понимание того, что подобная разбойничья политика государства в области финансов бесперспективна, что государственное хозяйство должно руководствоваться общими экономическими законами. Физиократическое течение зародилось во Франции благодаря усилиям П. Буагильбера (Pierre de Boisguilbert, 1646–1714), Ф. Кенэ (Francois Quesnay, 1694–1774), А. Тюрго (Anne Robert Jacques Turgot, 1727–1781). Физиократы требовали освободить торговлю и промышленность от бездумного вмешательства государства, предлагали уничтожить все пошлины и монополии, отменить феодальные привилегии и повинности. Отказ от вмешательства в дела бизнеса, по мнению физиократов, вызовет сокращение государственной деятельности, а значит, автоматически приведет к снижению государственных расходов и возможному ослаблению налогового бремени.

Особо следует отметить идеи французского просветителя и философа Ш. Монтескье (Charles Lois Montesquieu, 1689–1755), который видел основания государственного финансового хозяйства в образе правления в данном государстве, поскольку не без основания полагал, что существует органическая связь между финансовым устройством и внутренним развитием государственной жизни. Монтескье определил государственный доход как часть имущества, отдаваемую каждым гражданином для того, чтобы обеспечить целостность и сохранность остальной его части, которую уже можно использовать в своих целях. Формы государственных доходов зависят от формы правления, причем по мере расширения свободы подданных можно увеличивать и налоговое бремя, менять виды налогов. В этом смысле подушный налог более свойствен рабскому состоянию народа, а налог на потребление – свободному состоянию в обществе.

Научный (рациональный) период. Упомянутые выше авторы были все же не «чистыми финансистами», но скорее представителями доклассической политической экономии (напомним, что этот термин был введен французским меркантилистом А. Монкретьеном (Antoine de Montchretien, ок. 1575–1621), написавшим в 1615 г. «Трактат политической экономии»). Вопросы управления финансами рассматрива-

лись ими не как основной объект исследования, но лишь в контексте экономической науки в целом и науки об управлении государством, в частности. Поэтому историки финансовой науки связывают ее становление в большей степени с работами представителей итальянской и немецкой школ камералистов XVIII–XIX вв. В особенности преуспели представители немецкой школы¹ – излагая свои идеи о рациональном управлении государством, они постепенно все больше акцентировали свое внимание на финансах страны.

Переломным в плане становления и укрепления науки о финансах считается XVIII в. – именно второй половиной этого столетия многие ученые датируют появление систематизированной финансовой науки как самостоятельного направления. В эти годы, по мнению историков, начался так называемый научный, или рациональный, период в ее развитии. Хотя толчок этому был дан работами физиократов, первые представители систематизированной финансовой науки немецкие ученые И. Юсти (Johannes Justi, 1720–1771) и Й. Зонненфельс² (Joseph Sonnenfels, 1732–1817) были специалистами в области камеральных наук.

Напомним, что к камеральным относили науки, обобщавшие и разрабатывавшие методы управления государством, а наибольший вклад в их развитие внесла Германия. Очевидно, что в системе управления любым государством критическая роль принадлежит ее финансовой компоненте. Именно этим обстоятельством объясняется тот факт, что финансовая наука не только была включена в состав камеральных наук, но и постепенно стала занимать доминирующие позиции. В 1727 г. прусский король Фридрих Вильгельм I учредил кафедры хозяйственных и камеральных наук в Галльском и Франкфуртском университетах³, а во второй половине XVIII в. начало отчетливо проявляться обособление трех крупных блоков камеральных наук: (1) хозяйственные науки (торговля, лесоводство, горное дело и др.), (2) наука о полиции как способе обеспечения безопасности и благосостояния, (3) собственно камеральная (т. е. финансовая) наука (см.: [Лебедев, с. 32–33]). Такое разнообразие и смешение в камералистике весьма разнородных знаний, которыми, как считалось в те годы, следовало владеть для надлежащего управления казной, вероятно, послужило основанием К. Марксу дать весьма нелестную характеристику камералистике в це-

¹ По словам В. А. Лебедева, «сама финансовая наука обязана твердой своей постановкой Германии» [Лебедев, с. 67].

² Многие ученые, например академик И. И. Янжул (1846–1914), считают именно Юсти и Зонненфельса «отцами» финансовой науки.

³ Со временем подобные кафедры были созданы в российских университетах: в Казанском – в 1804 г., в Петербургском – в 1819 г. (см.: [Лебедев, с. 33]).

лом и ее финансовой компоненте: «Мешанина разнообразнейших сведений, чистилищный огонь которых должен выдержать каждый преисполненный надежд кандидат в германские бюрократы» [Маркс, с. 13].

Хотя первоначально финансовая наука рассматривалась лишь как одна из наук государственных, постепенно стала осознаваться ее особая роль в учении о камералистике. Так, по мнению профессора Гейдельбергского университета К. Захария (Karl S. Zacharia, 1769–1843), «без финансовой науки все другие государственные науки были бы мертвой буквой» [Лебедев, с. 12].

В работах немецких ученых можно найти наиболее ранние определения финансовой науки (см. обзор в [Лебедев, с. 18]). Историки прежде всего отмечают две работы: Й. Зонненфельса «Grundsätze der Polizei, Handlung und Finanz» (1765 г.) и И. Юсти «System der Finanzwesens» (1766 г.). По мнению Зонненфельса, финансовая наука – это «собрание тех правил, при помощи которых государство удобным образом получает свои доходы». Юсти рассматривал сущность финансовой науки в более широком аспекте, поскольку привел в своей работе учения о доходах государства, его расходах, об управлении камеральными делами, о кредите. Иными словами, он расширил предмет новой науки, ибо не без основания полагал, что ограничивать определение финансов лишь государственными доходами вряд ли оправданно. По его мнению, «финансовая наука – это наука о правилах, по которым нужные для покрытия государственных расходов средства собираются и расходуются наиболее целесообразно».

Понятно, что работы немецких ученых в значительной степени перекликались, хотя в них были определенные различия. Так, Зонненфельс особо обращал внимание на умеренность сборов с подданных; кроме того, в отличие от Юсти, который отдавал предпочтение доменным доходам, нежели налогам, он ратовал за налоги, считая их нормальным источником доходов государства. В свою очередь, именно Юсти впервые предложил определенные правила для разработки налоговой политики (в дальнейшем большую известность получили правила, сформулированные А. Смитом): (1) налоги не должны вредить человеческой свободе и промышленности; (2) налоги должны быть справедливы и равномерны; (3) налоги должны иметь основательные поводы; (4) не должно быть очень много касс и много служащих по взиманию налогов (см.: [Лебедев, с. 42]). Заслуга Юсти и в том, что в отличие от большинства камералистов он уделял существенное внимание не только пополнению казны, но и государственным расходам и предлагал следующее руководящее правило: расходы должны соотносываться с доходами и всем имуществом, а также приносить обоюдное благо для государя и его подданных.

Вероятно, невозможно выделить вклад того или иного немецкого ученого как наиболее приоритетный в формировании оснований финансовой науки. Так, сам Зонненфельс признавал исключительную роль Юсти в становлении наук о целесообразном управлении государством, заявляя, что «Юсти был первым, кто возвел все государственные науки к одному высшему принципу содействия общему благоденствию» (см.: [Лебедев, с. 41]). С другой стороны, следует отдать должное и самому Зонненфельсу, оказавшему, вероятно, наиболее значимое влияние на становление и распространение нового знания, поскольку именно его книга была исключительно популярной и востребованной учеными и практиками в течение многих десятилетий. Эту работу высоко оценивал И. И. Янжул, по мнению которого она представляла собой первое методическое и стройное сочинение по основам¹ финансовой науки (см.: [Янжул, с. 50]). Не случайно вплоть до 30-х гг. XIX в. книга Зонненфельса была настольным руководством в большинстве стран; ей на смену пришел не менее достойный труд профессора К. Рау.

В дальнейшем работа в оформлении нового научного направления значительно интенсифицировалась. Уже к концу XIX в. главным образом усилиями представителей немецкой экономической школы сложилось вполне однозначное толкование термина «финансы» и сформировалась структура одноименного научного направления. Произошло окончательное оформление так называемой *классической теории финансов*, представлявшей собой свод административных и хозяйственных знаний по ведению финансов государства и публичных союзов; в основе этих знаний – систематизация и развитие методов добыывания и расходования необходимых средств.

Одно из наиболее коротких и емких определений этого направления дал профессор Павийского университета (Северная Италия) Л. Косса (Luigi Cossa, 1831–1896), труды которого в области финансов были весьма популярны в Европе в конце XIX – начале XX в.: «Финансовая наука есть теория государственного имущества. Она обучает лучшим правилам, по которым следует составлять его, управлять и пользоваться им» [Косса, с. 2].

Следует обратить внимание на две особенности сформировавшейся финансовой науки. Во-первых, финансы однозначно трактовались как средства государства; в дальнейшем сферу их приложения расширили: под финансами стали понимать средства, принадлежащие пуб-

¹ Заметим, что термин «основы» имеет две базовые трактовки: (1) основания, т. е. фундамент, и (2) начала, т. е. краткое описание наиболее существенных положений. Характеризуя книгу Зонненфельса, Янжул, по всей вероятности, имел в виду первую трактовку, т. е. «основания».

личным союзам (муниципалитетам, графствам, землям, общинам и др.). Во-вторых, финансы не сводились только к денежным средствам; под финансами понимались любые средства государства, полученные в виде денег, материалов, услуг.

11.2. Неоклассическая теория финансов

Период становления и развития классической теории финансов, продолжавшийся почти 200 лет, закончился в середине XX в. Накануне Второй мировой войны и сразу же после нее ситуация в мировой экономике начинает резко меняться: по мере развития рыночных отношений роль государства и публичных союзов в экономике снижается. Развитие и интернационализация рынков капитала, повышение роли транснациональных корпораций, процессы концентрации в области производства, усиление значимости финансового ресурса как основополагающего в системе ресурсного обеспечения любого бизнеса привели в середине XX в. к необходимости теоретического осмысления роли финансов на уровне основной системообразующей ячейки любой экономической системы, т. е. на уровне хозяйствующего субъекта. Усилиями представителей англо-американской финансовой школы теория финансов получила абсолютно новое наполнение по сравнению с изложенными выше взглядами ученых XVIII–XIX вв.

С определенной долей условности можно утверждать, что в рамках классической теории финансов развивалась и систематизировалась в основном левая часть схемы, представленной на рис. 1.2, т. е. централизованные (или публичные) финансы. Что касается правой ее части – децентрализованных финансов и финансовых отношений с границей, то собственно отношения и операции существовали и в те времена, однако теоретического их осмысления и систематизации не было. И лишь по мере развития национальных и международных финансовых рынков и усиления влияния носителей децентрализованных финансов начала формироваться потребность в концептуальных основах неоклассической теории финансов, суть которой состоит в теоретическом осмыслении и обосновании роли и механизмов взаимодействия рынков капитала и крупнейших национальных и транснациональных корпораций в международных и национальных финансовых отношениях.

Начало принципиально новой стадии в развитии финансовой науки, в трактовке ее логики и содержания можно отнести к 40-м и 50-м гг. XX в.; именно тогда получает свое оформление *неоклассическая теория финансов*. По историческим меркам становление и развитие новой теории шло довольно быстрыми темпами; основная причина – исключительная востребованность со стороны практики (развитие и интернационализа-

ция бизнеса, укрепление финансовых рынков, наращивание банковского сектора и др.). Уже в конце 50-х гг. XX в. благодаря усилиям представителей англо-американской финансовой школы новое направление окончательно отпочковалось от прикладной микроэкономики и доминировало в финансовой науке.

С определенной долей условности можно утверждать, что неоклассическая теория финансов базируется на следующих исходных тезисах (посылах):

- экономическая мощь государства, а значит, и устойчивость его финансовой системы в значительной степени определяются экономической мощью частного сектора, ядро которого составляют крупные корпорации;
- финансы предпринимательского сектора составляют ядро финансовой системы страны;
- вмешательство государства в деятельность предпринимательского сектора целесообразно минимизируется;
- из доступных источников финансирования, определяющих возможности развития крупных корпораций, основными являются прибыль и рынки капитала;
- интернационализация рынков капитала, товаров, труда приводит к тому, что общей тенденцией развития финансовых систем отдельных стран и рынков капитала является стремление к интеграции.

Все эти тезисы с очевидностью находят подтверждение в современном состоянии и тенденциях развития глобальной финансовой системы. Так, в отношении последнего тезиса, помимо примера с созданием европейской денежной единицы евро, можно привести и такой менее известный, но весьма значимый факт, как соглашение регуляторов бухгалтерского учета и финансовых рынков ведущих стран о реализации проекта конвергенции систем и моделей бухгалтерского учета. Суть заключается в разработке унифицированного набора учетных стандартов, который будет признан как национальными бухгалтерскими сообществами, так и ведущими фондовыми биржами (подробнее см.: [Ковалев, 2004, с. 262–320]).

В наиболее общем виде *неоклассическую теорию финансов* можно определить как систему знаний об организации и управлении финансовой триадой: ресурсы, отношения, рынки. Акцент в рамках этой теории делается прежде всего на обобщение, объяснение, прогнозирование и формирование тенденций в управлении финансами фирмы как основного системообразующего элемента рыночной экономики. В приложении к финансам фирмы упомянутая триада поддается весьма простой и наглядной интерпретации: ресурсы – это то, что обращается на финансовом рынке; (договорные) отношения – это то, что

оформляет, легитимизирует, делает общепризнанным движение ресурсных потоков при осуществлении или намерении осуществить операции мобилизации и инвестирования; рынок – это место и механизм, с помощью которых организуются и систематизируются, упрощаются и унифицируются процедуры оформления отношений и движения ресурсов.

Ключевыми разделами, послужившими основой формирования этой науки и (или) вошедшими в нее составными частями, явились: (1) теория полезности (*utility theory*), (2) теория арбитражного ценообразования (*arbitrage pricing theory*), (3) теория структуры капитала (*theory of capital structure*), (4) теория портфеля и модель ценообразования на рынке финансовых активов (*portfolio theory and capital asset pricing model*), (5) теория ценообразования на рынке опционов (*option pricing theory*) и (6) теория предпочтений ситуаций во времени (*state-preference theory*)¹.

Обращение внимания на рынки капитала и крупнейшие компании не случайно. Как показывает мировой опыт, в реальной рыночной экономике особую роль играют акционерные общества. Удельный вес их в общем числе предприятий различных форм собственности может быть сравнительно небольшим, однако значимость с позиции вклада в создание национального богатства страны исключительно высока. В разд. 1.1 упоминалось о ведущей роли корпоративной формы ведения бизнеса в экономике одной из наиболее развитых стран мира – США: при относительно невысокой доле корпораций в общем числе предприятий их вклад в экономику страны огромен². Еще более существен уровень концентрации капитала и значимости отдельных компаний в развитых странах Азии (например, в Южной Корее), где буквально считанное число суперкорпораций контролирует по сути всю национальную экономику. Точно так же велика роль финансовых рынков; именно эти рынки являются катализатором многих экономических потрясений (вспомним Великую депрессию в США в 1930-е гг., недавние финансовые кризисы в Южной Америке, Азии, Японии).

Ядром неоклассической теории финансов является систематизация знаний о принципах функционирования финансовых рынков и, в частности, теоретических построений и практического инструмента-

¹ Комплексное и довольно подробное изложение выделенных разделов приведено в работе [Copeland, Weston]; в кратком изложении они представлены в работе [Крушвиц, 2000]; отдельную информацию по данной теме можно почерпнуть из работы [Коростелева].

² Заметим, что в любой стране совокупность корпораций весьма неоднородна: существуют как небольшие корпорации, имеющие нескольких учредителей и облагаемые налогом по упрощенным схемам, так и крупные корпорации, объединяющие несколько миллионов акционеров.

рия с позиции участников рынков. По мере становления финансового капитала роль финансовых рынков в развитии экономики становится все более значимой. К концу XIX в. начинает формироваться потребность в теоретическом осмыслении тенденций, складывающихся на финансовых рынках, выработке некоторых стандартных подходов к работе бирж и участников биржевых торгов.

Основные усилия исследователей были направлены на разработку теории и практики управления операциями на финансовых рынках – основном способе и месте мобилизации крупных объемов финансовых ресурсов, необходимых для функционирования крупных национальных и транснациональных компаний.

Первые попытки построения теории поведения на фондовом рынке связаны с именем Ч. Доу (Charles Dow, 1851–1902), который основал в 1882 г. компанию «Dow, Jones & Co», специализировавшуюся на выпуске финансовой информации¹. С 1889 г. эта компания начала выпускать «Wall Street Journal», некоторое время спустя превратившуюся в ведущую ежедневную деловую газету США. Доу был убежденным сторонником и популяризатором идеи о возможности прогнозирования цен на акции и еще в 1882 г. высказал мысль о том, что фондовый рынок будет со временем наиболее спекулятивным и привлекательным для бизнесменов. Возможность прогнозирования цен Доу видел в тщательном изучении динамики цен по статистическим данным.

Два десятилетия спустя молодой французский математик Л. Башелье (Louis Bachelier) завершил в Сорбонне свою докторскую диссертацию «Теория спекуляции», в которой попытался с помощью математического аппарата дать объяснение поведению цен акций на французском фондовом рынке. В своей работе, увидевшей свет в 1900 г., Башелье пришел к мрачному выводу, что динамика цен на фондовой бирже никогда не будет точной наукой. Хотя Башелье, по сути, выступил оп-

¹ Помимо Доу у истоков компании были Э. Джонс (Eddie Jones) и Ч. Бергштрассер (Charles M. Bergstrasser). Доу и Джонс были друзьями и начинали свою карьеру как репортеры в небольших газетах и журналах. Они удачно дополняли друг друга, поскольку Джонс «имел нюх» на новости и, по словам одного из современников, мог читать и понимать финансовые отчеты быстрее, чем кто-либо другой, а Доу специализировался на публикации ежедневных аналитических обзоров по финансовой тематике и делал это мастерски: его обзоры отличались четкостью, ясностью и аналитичностью. Чувствуя перспективность нового направления, связанного с оценкой финансовой конъюнктуры, и будучи стесненными рамками обычной газеты, Доу и Джонс вместе со своим другом Бергштрассером, работавшим в то время в известном банкирском доме «Drexel, Morgan & Company», решили открыть свой бизнес и преуспели в этом. (Бергштрассер не был обозначен в названии фирмы по взаимному согласию из-за определенной неблагозвучности фамилии.) С 1884 г. компаньоны начали регулярную публикацию индекса Доу–Джонса, отражающего изменение цен акций ведущих компаний. Этот индекс до настоящего времени является одним из наиболее известных и авторитетных финансовых индикаторов.

понентом Доу, его заслуги в развитии теории финансов неоспоримы, поскольку именно ему принадлежит идея приложения стохастических моделей к анализу поведения цен на рынке капитала.

В дальнейшем к разработке данной тематики подключились видные представители Эконометрического общества¹. Исключительно значима роль А. Коулза (Alfred Cowles, 1891–1985), который в 1932 г. основал и профинансировал деятельность так называемой Комиссии Коулза по исследованиям в экономике. В эту Комиссию вошли многие члены Эконометрического общества, а поставленная Коулзом перед Комиссией цель состояла в том, чтобы разработать теоретические рекомендации в отношении финансовых рынков. Коулз был не только замечательным организатором (выражаясь по-современному – менеджером), но и дельным ученым. Он систематизировал и обобщил многолетние данные специализированных агентств о прогнозах цен на рынке капитала и их рекомендации в отношении управления финансовыми инвестициями и опубликовал по результатам своего исследования ряд статей.

Пионерные разработки в области теории формального оценивания на фондовом рынке связывают с именем выпускника Гарвардского университета Дж. Уильямса (John Burr Williams), который в своей докторской диссертации, написанной в 1937 г., предложил модификацию *DCF*-модели (эта модель охарактеризована в разд. 10.5) для оценки акций как один из действенных инструментов работы на рынке ценных бумаг. Однако решающий вклад в развитие этой теории был сделан Г. Марковицем (Harry Markowitz, род. 1927), разработавшим в начале 1950-х гг. основы теории портфеля. Следует заметить, что предложенная Марковицем техника требовала множественных утомительных расчетов, с которыми практически не могли справиться слабосильные вычислительные машины. Ситуация изменилась после того, как в 1964 г. У. Шарпом (William Sharpe, род. 1934) был предложен упрощенный и более практичный вариант математического аппарата, получивший название *однофакторной модели* (эта модель будет рассмотрена в разд. 10.4).

Тем не менее именно в работах Марковица была изложена методология принятия решений в области инвестирования в финансовые активы и предложен соответствующий научный инструментарий. Дальнейшее развитие этот раздел теории финансов получил в исследованиях, посвященных ценообразованию ценных бумаг, разработке концепции

¹ Эконометрическое общество (Econometric Society) было создано в 1929 г. Его первый президент – Й. Шумпетер (Joseph Schumpeter, 1883–1950). И. Фишер (Irving Fisher, 1867–1947) также был президентом этого общества, воспитавшего плеяду выдающихся ученых, многие из которых в дальнейшем были награждены Нобелевской премией.

эффективности рынка капитала, созданию моделей оценки риска и доходности и их эмпирическому подтверждению, разработке новых финансовых инструментов и т. п.

Разработки Марковица, Шарпа и других ученых позволяли оптимизировать один из двух типовых процессов – инвестирование, предусматривающий ответ на вопрос, куда вложить денежные средства. Что касается проблемы оптимизации второго типового процесса – финансирования (ответ на вопрос: откуда взять требуемые ресурсы), то здесь основной вклад был сделан Ф. Модильяни (Franco Modigliani, род. 1918) и М. Миллером (Merton Miller, род. 1923), которые в 1958 г. опубликовали знаковую статью, заложившую основы *теории структуры и стоимости капитала* (см.: [Modigliani, Miller, 1958]).

Из многих новаций, разработанных в финансовой науке в XX в., два направления – теория портфеля и теория структуры капитала – по сути представляют собой сердцевину науки и техники управления финансами крупной компании, поскольку позволяют ответить на два принципиально важных вопроса: откуда взять и куда вложить финансовые ресурсы. Вероятно, не случайно 1958 год, когда была опубликована пионерная работа Модильяни и Миллера по структуре капитала, рассматривается крупнейшими специалистами в области теории финансов Т. Коуплэндом (Thomas E. Copeland) и Дж. Уэстоном (J. Fred Weston) как рубежный, начиная с которого от прикладной микроэкономики отпочковалось самостоятельное направление, известное ныне как современная (или неоклассическая) теория финансов (см.: [Copeland, Weston, p. III]).

Усилиями таких видных ученых, как Ф. Блэк (Fischer Black), Дж. Линтнер (John Lintner), Р. Мертон (Robert Merton), Я. Моссин (Jan Mossin), М. Скоулз (Myron Scholes), Дж. Тобина (James Tobin, 1918–2002), Дж. Трейнор (Jack Treynor, род. 1930), Ю. Фама (Eugene Fama), Дж. Хиршлейфер (J. Hirshleifer), У. Шарп (William Sharpe, род. 1934), новое направление начало стремительно развиваться в общетеоретическом плане¹. Были разработаны теории ценообразования на рынке опционов, арбитражного ценообразования, портфеля; исследо-

¹ Многие ученые, стоявшие у истоков неоклассической теории финансов, впоследствии станут лауреатами Нобелевской премии, в частности Дж. Тобин – в 1981 г. за анализ финансовых рынков и их влияния на принятие решений о расходах, занятости, производстве и ценах; Ф. Модильяни – в 1985 г. за анализ финансовых рынков и процессов сбережения; Г. Марковиц, М. Миллер и У. Шарп – в 1990 г. за работы по теории финансовой экономики; П. Скоулз и Р. Мертон – в 1997 г. за разработку совершенно нового метода определения стоимости опционов акций. Специалисты считают, что вместе со Скоулзом и Мертоном в число лауреатов должен был войти и Ф. Блэк. Однако этого не случилось, поскольку он скончался за несколько лет до присуждения премии (как известно, Нобелевская премия присуждается лишь здравствующим ученым).

ваны концепции эффективности рынка капитала, предложены модели оценки риска и доходности и методики их эмпирического подтверждения, разработаны новые финансовые инструменты и др.

11.3. Финансовый менеджмент

К середине XX в. неоклассическая теория финансов уже была хорошо представлена монографическими разработками. Вместе с тем явным образом прослеживалась определенная специфика: значительная часть научной литературы по теории финансов в те годы сосредоточивалась скорее на проблемах рынка капитала, нежели на вопросах управления финансовыми ресурсами компании. Безусловно, знание теоретических основ управления финансами необходимо, однако не меньшую значимость имеет и прикладной аспект. Именно последнее послужило причиной становления в 1960-е гг. прикладной дисциплины «финансовый менеджмент» как науки, посвященной методологии и технике управления финансами фирмы. Произошло это путем естественного дополнения базовых разделов теории финансов аналитическими разделами бухгалтерского учета (анализ финансового состояния компании, анализ и управление дебиторской задолженностью и др.) и некоторым понятийным аппаратом общей теории управления. Первые монографии по новой дисциплине, которые можно было использовать как учебные пособия, появились в ведущих англоязычных странах в начале 60-х гг. Можно упомянуть об известной работе Дж. Уэстона и Т. Коуплэнда [Weston, Copeland], первое издание которой увидело свет в 1962 г. Сейчас уже можно говорить о том, что финансовый менеджмент окончательно сформировался не только как самостоятельное научное направление и практическая деятельность, но и как учебная дисциплина. Значительный вклад в популяризацию финансового менеджмента внесли представители англо-американской школы Т. Коуплэнд, Дж. Уэстон, Р. Брейли (Richard A. Brealey), С. Майерс (Stewart C. Myers), С. Росс (Stephen A. Ross), Ю. Бриггем (Eugene F. Brigham) и др.

11.4. Российская традиция

В России развитие науки об управлении финансами имело свои особенности. В области становления и распространения научных знаний, в том числе экономических, Россия традиционно отставала от европейских стран. В немалой степени это было обусловлено относительно поздним (по сравнению с Западом) началом книгопечатания, которое в России датируется 1564 г. (именно в этом году И. Федоров (ок. 1510–1583) выпустил первую русскую датированную печатную

книгу «Апостол»), т. е. 100 лет спустя с того момента, когда И. Гутенберг (Johannes Gutenberg) впервые напечатал свою так называемую 42-строчную Библию. Тем не менее некоторые общие идеи управления финансами, естественно, не с позиции государства, а в сугубо житейском плане, ставшие в дальнейшем универсальными, можно найти в известном произведении русской литературы XVI в. «Домострой».

Новации в области учета и финансов в XVIII–XIX вв. в Россию приходили в основном из Германии¹. В частности, первыми книгами по финансам, опубликованными в России, были именно монографии немецких профессоров. Вероятно, первой книгой, имевшей отношение к финансам, была переведенная с немецкого и опубликованная в России в 1805–1806 гг. монография надворного советника и профессора политики в Императорском Московском университете Х. Шлецера «Начальные основания государственного хозяйства, или науки о народном богатстве»². Значительное место в книге уделено системе налогообложения как одному из основных способов пополнения казны. Шлецер дает четкое определение налога, способы сбора налогов, принципы ослабления налогового бремени.

В 1812 г. в Казани был опубликован перевод монографии профессора Геттингенского университета Григория Сарториуса, в значительной степени корреспондировавшей с трудами А. Смита³. Отчасти именно потому, что эта работа не претендовала на оригинальность и, по сути дела, лишь объясняла идеи Смита, она не получила достойной оценки среди российских ученых дореволюционной России. Тем не менее работа в целом представляла значительный интерес, поскольку целый ряд идей, получавших все большее признание на Западе, были относительно новыми для России. В частности, одной из примечательных особенностей книги является декларирование «главного правила» для правительства – предоставить свободу всем «употреблять капитал свой и прилежание полезнейшим для них образом», естест-

¹ Немецкое влияние в науке и образовании проявлялось различным образом. Так, русские студенты регулярно направлялись на обучение в Германию уже во времена правления Елизаветы Петровны. В числе первых преподавателей российских университетов было много немецких ученых. Первые учебники были написаны немецкими специалистами (подробнее см.: [Широкоград]).

² Христиан Шлецер (1774–1834), сын знаменитого историка, статистика и издателя русских летописей Августа Шлецера, получил звание профессора в России в 1800 г., а свой солидный труд написал по поручению московского куратора Муравьева, основываясь на работах А. Смита.

³ Следует отметить, что оригинальное издание этой книги в Германии датируется 1796 г., а в 1806 г. она была переиздана. Вероятно, книга переводилась на несколько языков, поскольку в России она появилась впервые в 1803 г. в переводе с английского в виде четырехтомника небольшого формата («в осьмушку»).

венно, не нарушая законов, «ибо всякий, стремясь к собственной своей выгоде, споспешествует тем и целому»; иными словами, то, что выгодно каждому, выгодно и государству в целом [Сарториус, с. 115]. Принцип «государство не должно без нужды вмешиваться в бизнес» стал в дальнейшем одним из важнейших принципов организации бизнеса во многих странах и, между прочим, непосредственно повлиял на систему регулирования бухгалтерского учета в странах, исповедующих англо-американскую модель. (Именно этим обстоятельством объясняется тот факт, что учет в этих странах в значительной степени регулируется не государством, а общественными профессиональными организациями.)¹

Одной из лучших работ второй половины XIX в. в области финансов в России был двухтомник К. Рау, представлявший собой перевод с немецкого 5-го издания его сочинения, впервые опубликованного в 1832 г. Редактор русского издания в своем предисловии очень высоко оценивает работу Рау, отмечая, что она является «единственным трудом во всех европейских литературах, представляющим полное изложение науки во всех ее частях». Рау дает определение финансовой науки, которое в дальнейшем тиражируется в отечественной специальной литературе: «Наука о лучшем устройстве правительственного хозяйства или о лучшем способе удовлетворения государственных потребностей материальными ценностями называется наукой о финансах».

В последующие годы публикации переводной литературы продолжают (К. Эберг, Ф. Нитти, Л. Косса и др.), однако эти книги в значительной степени повторяют работы немецких ученых.

Зарождение оригинальной российской финансовой науки принято связывать с именем Юрия Крижанича (ок. 1618–1683), в работах которого впервые формулируются проблемы управления финансами в широком контексте, когда финансовая система понимается как один из важнейших факторов укрепления государственности. Хорват по национальности, Крижанич приехал в Россию в царствование Алексея Михайловича. Будучи католиком, он тем не менее был ярким поборником как славянского единения, так и осуществления идеи церковной унии – установления равноправных отношений между православием и католицизмом. Деятельность Крижанича не встретила очевидной поддержки со стороны властей. Более того, из 19 лет, проведенных им в России (1659–1678), 16 лет он находился в ссылке в Тобольске. Будучи широко образованным человеком, получившим образование в Вене, Болонье, Риме, Крижанич написал в России 9 сочинений по богословию, философии, политике, языкознанию. Основной его труд

¹ Подробнее см. работу [Ковалев, 2004].

«Политические думы» (отметим, что в исторической литературе существует несколько интерпретаций названия работы, так как в оригинале она была написана с использованием латинской графики на искусственном «всеславянском» языке, включавшем слова, выражения и речевые обороты из разных славянских языков), относимый историками к 1663 г., получил в России широкую известность после опубликования в 1859 г.¹ Экономика не была приоритетной в сфере научных интересов Крижанича. По мнению известного историка В. О. Ключевского, Крижанич был только «немного политэкономом», а в большей степени филологом. Тем не менее несколько разделов его работы посвящены экономической проблематике и финансам, в частности.

Крижанич ратовал за применение справедливых, честных и полезных способов умножения государственной казны, он сформулировал понятие и дал характеристику «дурных способов» ее увеличения, перечислил методы пристойного ведения царской торговли, обосновал целесообразность и полезность «большой торговли» (т. е. торговли с иными народами), пропагандировал полезность обучения («пусть не дозволено будет держать лавки тем, кто не знает в достаточной мере письма и чисельного искусства»), призывал к внедрению практики предоставления займов «без роста», а лишь под хорошее обеспечение, высказывался за запрет ввоза извне товаров, равноценные которым имеются в стране и др. Весь труд Крижанича представляет собой свод наставлений, каждое из которых им тщательно обосновывается, а в области финансов квинтэссенцией взглядов мыслителя, без сомнения, является неоднократно повторяемое им выражение: «Бедно королевство – беден король, богато королевство – богат король». Иными словами, король (царь, воевода) как главное лицо в государстве должен заботиться прежде всего о процветании своего народа и «своими законами и из-за мер по сбору своей казны не давать народу примера и побуждения к духовному беззаконию и к умножению грехов, как случается в некоторых местах».

Помимо Крижанича историки отмечают сочинение подьячего Посольского приказа Григория Котошихина «О России в царствование Алексея Михайловича», написанное в 1666–1667 гг. и изданное в России в 1840 г., в котором также затронуты проблемы управления финансами. Первоначально рукопись стала известна в России после того, как в Стокгольмском государственном архиве был найден ее шведский перевод. Оригинал рукописи на русском языке был найден позднее

¹ С одним из вариантов полного текста сочинения Крижанича, опубликованным в дореволюционной России, читатель может ознакомиться по работе [Пичета]. Одна из последних версий капитального труда знаменитого ученого опубликована Издательским домом «Экономическая газета» под титулом «Политика» [Крижанич].

в библиотеке Упсальского университета. Рукопись была опубликована в России в 1840 г. (интересно отметить, что автор был поименован как Григорий Кошихин). Подьячий Посольского приказа Котошихин бежал за границу после того, как отказался исполнить приказ воеводы Юрия Долгорукова написать донос на прежних воевод. В Швеции он прожил недолго, при этом вел распутный образ жизни. Обвиненный своим хозяином в сожительстве с его женой, Котошихин убил его, после чего был арестован и обезглавлен. Тем не менее его имя вошло в историю именно благодаря рукописи о состоянии дел в Российском государстве, которую он подготовил по приказу своих шведских покровителей.

Даже если не принимать во внимание тот факт, что упомянутые работы не были известны широкому кругу читателей, они не имели, да и не могли иметь методологического значения как работы, положившие начало финансовой науке в России, поскольку затронутые в них вопросы в области финансово-экономической политики не носили целевого, систематизированного характера. Именно это обстоятельство дает основание И. И. Янжулу утверждать, что в России оригинальная финансовая мысль зародилась несколько позднее – в ходе установления торговых связей с западными странами, а первым ее выразителем стал известный экономист и предприниматель Иван Тихонович Посошков (1652–1726), который в своем основном сочинении «О скудости и богатстве» (1724, изд. 1842) изложил программу политических, экономических и финансовых преобразований России.

Как и многие прогрессивно мыслявшие люди того времени, Посошков на склоне лет подвергался гонениям. В августе 1725 г. он был арестован и вскоре умер. Хотя среди основных причин называлось воровство, исследователи полагают, что арест был в основном из-за его литературной деятельности¹.

Следующей примечательной вехой в развитии финансов в России был труд помощника статс-секретаря Государственного совета, а впоследствии декабриста Николая Ивановича Тургенева «Опыт теории налогов», изданный в 1818 г. Тургенев дал краткое описание истории возникновения налогов, сформулировал принципы налоговой политики (равное распределение налогов, их определенность, удобность в сборе для плательщиков, минимальность расходов по сбору и др.), привел различные классификации налогов, подробно разобрал экономический смысл каждого налога, дал определения и трактовки различ-

¹ Справедливости ради следует заметить, что проблема воровства в то время действительно была одной из наиболее острых. Широко известно обращение Петра I к П. И. Ягужинскому: «Напишите указ, что если кто и на столько украл, что можно купить веревку, то будет повешен», на что генерал-прокурор ответил: «Государь, неужели вы хотите остаться императором один, без служителей и подданных?» [Брикнер, с. 42]

ных видов капитала. Тургенев выдвинул на первый план принцип по-доходно-поимущественного обложения как соответствующий требованиям равенства и справедливости: «Налоги должны быть распределены в одинаковой соразмерности: пожертвования каждого на пользу общую должны соответствовать силам его, т. е. его доходу» [Тургенев, с. 18]. Одна из основных мыслей автора состояла в том, что налоги вряд ли приветствуются налогоплательщиками, но вместе с тем они неизбежны: «Требовать ныне уничтожения налогов значило бы требовать уничтожения самого общества» [Тургенев, с. 10].

Эта книга получила весьма высокую оценку в России. В частности, профессор Императорского Александровского университета И. Шилль считал, что работой Тургенева «по справедливости могла гордиться русская литература; гордились бы и все другие, если бы она была известна в свое время иностранцам» [Шилль, с. 73]. Последующие поколения российских ученых также постоянно упоминают работу Тургенева как одну из ключевых книг, сыгравших значимую роль в становлении финансовой науки. Более того, по мнению некоторых ученых, именно Тургенева следует считать основоположником русской финансовой науки как систематизированного знания.

Уже в начале XIX в. в России начинает складываться понимание, что только системой налогов и пошлин не ограничивается содержание финансовой науки; другая весьма существенная ее компонента – государственный кредит. Первая систематизированная работа в этом направлении написана Михаилом Федоровичем Орловым и опубликована в 1833 г. Орлов приводит определение кредита, формулирует различия между частным и государственным кредитами, обосновывает значимость налогов и займов как основных источников происхождения государственных капиталов, объясняет принципиальное различие между этими источниками, обобщает опыт западных стран в области налогообложения и кредита (подробнее см.: [Орлов]).

Упомянутые работы Тургенева и Орлова были единственными оригинальными работами в области управления финансами вплоть до начала 40-х гг. XIX в., когда появилась монография профессора И. Я. Горлова «Теория финансов». Горлов, по выражению А. И. Буковецкого, был типичным представителем плеяды русских питомцев немецких университетов 30-х гг. XIX в. (см.: [Буковецкий, 1997]). Как легко заметить из названия, работа Горлова уже претендовала на определенную фундаментальность и методологическую значимость, а необходимость ее написания автор определил исходя из соображений практики, поскольку, по его мнению, в те годы «финансы, управление которыми столь нужно знать чиновникам, служащим по этой части, и вообще всем гражданам, желающим постигнуть намерения правительства и содействовать им, находились в совершенном пренебреже-

нии» [Горлов, с. I]. Структурируя свою работу, Горлов придерживался взглядов известного английского экономиста Т. Мальтуса (Thomas Malthus, 1766–1834), который науку об управлении финансами делил на две части: *теорию финансов*, т. е. «учение о началах, по которым государственный доход может быть сосредотачиваем справедливым, не истощающим источники народного хозяйства способом, вообще таким образом, что подданные наименее ограничиваются в достижении своих целей», и *теорию финансового управления*, или «учение о лучших способах к достижению этого сосредоточения, хранению государственного дохода для своевременной выдачи, контролированию и оправданию оной, поелику это может быть обязанностью финансового управления» [Горлов, с. 3, 4]. Под финансовым управлением в данном случае понималось устройство финансовых присутственных мест, составление штатов, отчетность, устройство казначейств и др. Работа Горлова была по достоинству оценена современниками: за «высокие научные качества» ей была присуждена Демидовская премия.

В середине XIX в. в России быстро начала формироваться плеяда замечательных ученых, работавших в области финансов. Профессор Е. Г. Осокин читал финансовое право в Казанском университете, профессор Петербургского университета В. А. Лебедев издал несколько примечательных монографий по теории финансов и финансовому праву. Особо следует упомянуть об академике И. И. Янжуле, капитальная монография которого «Основные начала финансовой науки» в течение многих лет накануне революции была наиболее авторитетным трудом и основным учебным пособием в области финансов (первое издание этой книги было удостоено премии бывшего министра финансов генерал-адмирала С. А. Грейга), и профессоре И. Х. Озерове, фундаментальный труд которого «Основы финансовой науки» в двух выпусках, также отмеченный премией Грейга, в последний раз был переиздан в буржуазной Латвии в 1923 г.¹

Как и на Западе, сформировавшееся в России к концу XIX в. научное направление имело очевидную направленность на публичные союзы, главным образом государство. Что касается базовых учебных пособий по подготовке финансистов, то они не отличались существенным образом от зарубежных аналогов. Примечательной особенностью первых книг по теории финансов была их описательность, научный инструментарий практически отсутствовал. Более того, все авторы выводят количественные методы управления финансами за пределы дан-

¹ Любопытно отметить, что Иван Христофорович Озеров был не только выдающимся ученым-финансистом, но и весьма смелым человеком. В 1921 г., критикуя политику В. И. Ленина и большевиков в области экономики, Озеров заявил: «Вы спирохетизировали Россию бактериями лени и жадности...» (см.: [Ильин, с. 359]). Несмотря на столь смелые заявления, Озеров не был подвергнут крайним репрессиям.

ной науки. Причина этого вполне объяснима: поскольку речь шла о финансах союзов публичного характера, основное внимание уделялось способам мобилизации средств (домены, подати, налоги и др.).

Особенность развития финансовой науки в России в рамках классической теории финансов состояла в том, что она в течение продолжительного времени тесно корреспондировала с финансовым правом. Выражалась эта связь по крайней мере в двух аспектах. Во-первых, подавляющее большинство книг по финансовому праву и финансовой науке в содержательном плане в значительной степени дублировали друг друга. Во-вторых, в университетах не было специальных программ подготовки экономистов и финансистов; этих специалистов готовили на юридических факультетах университетов. Такое положение, по меньшей мере в отношении финансов, в известном смысле объяснимо, поскольку исторически финансовое право начало формироваться в отдельную отрасль знаний в ряде стран уже в Средние века, т. е. до того, как появились первые систематизированные труды в области управления финансами.

Размежевание между финансовой наукой и финансовым правом, намечившееся в работах ведущих российских ученых накануне Октябрьской революции 1917 г., по сути, так и не оформилось в окончательном виде. Грянувшая революция внесла существенную лепту в формирование финансовой науки. Последовавшее в дальнейшем построение централизованно планируемой экономики естественным образом привело к абсолютизации государственных финансов, понимаемых с учетом советской системы права и экономики.

В годы советской власти в СССР разрабатывались в основном вопросы теории и практики централизованных (точнее, государственных) финансов. Это направление шло как бы в развитие разработок ученых-финансистов дореволюционной России, которые и после революции оказались востребованными. Поскольку практически все предприятия, средства и ресурсы в СССР находились в собственности государства, классическая теория финансов была довольно удобной и адаптируемой к реалиям централизованного управления экономикой. Что касается децентрализованных финансов (в частности, финансов организаций (предприятий)), то еще в начале XX в. какого-либо систематизированного изложения этого направления, которое оформится в так называемый финансовый менеджмент лишь после Второй мировой войны, попросту не существовало. Управление финансами на уровне предприятия осуществлялось на интуитивной основе, еще не сформировались значимые рынки капитала, не было как таковых транснациональных корпораций, отсутствовала необходимость формализации процедур оценки инвестиционной и финансовой деятельности. Отдельные элементы управления финансами предпри-

ятия развивались в рамках бухгалтерского учета. Тем не менее в России накануне революции 1917 г. существовали и успешно развивались два самостоятельных направления – анализ баланса и финансовые вычисления, которые в настоящее время входят в состав ключевых разделов современного финансового менеджмента.

В России *анализ баланса*, как и в некоторых странах Европы, развивался в рамках *балансоведения*, т. е. науки о балансе, зародившейся в конце XIX в. главным образом благодаря усилиям ученых германоязычных стран. В России ее расцвет приходится на первую половину XX в. (см.: [Соколов, 1996, с. 492–493]). Здесь прежде всего следует отметить З. П. Евзлина, которого можно считать первым русским бухгалтером, по-настоящему оценившим роль финансового анализа и его взаимосвязь с бухгалтерским учетом (см. Библиографию). В 1920-е гг. теория балансоведения (в частности, методологические основы построения и анализа баланса) была окончательно сформулирована в трудах А. П. Рудановского (1863–1934), Н. А. Блатова (1875–1942), И. Р. Николаева (1877–1942) и других (см. Библиографию). По мере строительства централизованно планируемой экономики анализ баланса был уничтожен и заменен так называемым анализом хозяйственной деятельности (счетным анализом).

В последние годы в связи с внедрением рыночных отношений в экономику России предпринимается «косметический ремонт» анализа хозяйственной деятельности, в частности, путем его формального переименования на экономический анализ и некоторого изменения содержательной части. Эти попытки не выглядят успешными: в практическом плане более востребован анализ финансовый, что имеет место и в экономически развитых странах (подробнее см.: [Ковалев, 2003]).

Что касается *финансовых вычислений*, то это направление исключительно плодотворно развивалось в дореволюционной России благодаря усилиям таких известных ученых, как Н. С. Лунский, П. И. Рейнбот, И. И. Кауфман, Б. Ф. Малешевский. В годы советской власти оно было фактически забыто и начало возрождаться лишь в начале 1990-х гг. (подробнее см.: [Ковалев, Уланов]).

Современное состояние финансовой науки в России, логика ее структурирования, трактовка базовых разделов, категорийного и научного инструментария изложены в учебно-методических работах, вышедших под редакцией Л. А. Дробозиной, А. М. Ковалевой, В. В. Круглова, М. В. Романовского, О. В. Соколовой и др. Что касается собственно финансового менеджмента, то его признание в России датируется началом 90-х гг. XX в. и связано с публикацией ряда фундаментальных работ представителей англо-американской финансовой школы, прежде всего Ю. Бриггема, Р. Брейли, У. Шарпа. В последние годы начинает появляться и оригинальная русскоязычная литература. С различными

подходами к трактовке, структурированию и содержательному наполнению разделов финансового менеджмента можно ознакомиться по работам таких специалистов, как И. А. Бланк, Л. П. Павлова, Г. Б. Поляк, Е. С. Стоянова. Курс финансового менеджмента, в течение многих лет входящий в число базовых дисциплин в ведущих западных университетах, уже читается и в российских экономических вузах.

Материалы для самостоятельной работы

Дайте определение следующим ключевым понятиям: классическая теория финансов, камералисты, домен, регалия, неоклассическая теория финансов, финансовый менеджмент, балансоведение, анализ баланса, финансовые вычисления.

Вопросы для обсуждения

1. Обсудите периодизацию этапов становления финансовой науки в трактовке Рау. Поясните особенности каждого этапа. Попробуйте развить эту периодизацию с учетом тенденций, имевших место в XX в.
2. Кто такие камералисты?
3. Чем неоклассическая теория финансов отличается от классической?
4. Как менялась трактовка понятия «финансы» с течением лет?
5. В чем причины появления неоклассической теории финансов?
6. Можно ли считать, что неоклассическая теория сменила (или отвергла) классическую?
7. Ученые каких стран сделали основной вклад в становление (а) классической и (б) неоклассической теорий финансов?
8. Обсудите вклад отдельных ученых в становление финансовой науки.
9. Какое место в финансовой науке и практике занимают налоги? Как менялось мнение специалистов в отношении налогов с течением лет?
10. Обсудите правила взимания налогов, предложенные И. Юсти и А. Смитом.
11. В чем вы видите взаимосвязь финансового менеджмента и неоклассической теории финансов?
12. Охарактеризуйте основные этапы становления финансовой науки в России.
13. Какова роль отдельных специалистов в развитии российской финансовой науки?
14. Ученые дореволюционной России активно использовали два термина: «финансовая наука» и «финансовое право». В чем причина этого? Как понимались эти термины?
15. В какой степени корреспондировала советская финансовая наука с идеями и положениями классической и неоклассической теорий финансов?
16. Как вы расцениваете уровень развития российской финансовой науки: (а) в досоветском периоде, (б) в советском периоде, (в) на постсоветском периоде?

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

Состав разделов и статей бухгалтерского баланса (согласно ПБУ 4/99 «Бухгалтерская отчетность организации»)

Раздел	Группа статей	Статья
АКТИВ		
Внеоборотные активы	Нематериальные активы	Права на объекты интеллектуальной (промышленной) собственности Патенты, лицензии, торговые знаки, знаки обслуживания, иные аналогичные права и активы Организационные расходы Деловая репутация организации
	Основные средства	Земельные участки и объекты природопользования Здания, машины, оборудование и другие основные средства Незавершенное строительство
	Доходные вложения в материальные ценности	Имущество для передачи в лизинг Имущество, предоставляемое по договору проката
	Финансовые вложения	Инвестиции в дочерние общества Инвестиции в зависимые общества Инвестиции в другие организации Займы, предоставленные организациям на срок более 12 месяцев Прочие финансовые вложения
	Отложенные налоговые активы	
Оборотные активы	Запасы	Сырье, материалы и другие аналогичные ценности Затраты в незавершенном производстве (издержках обращения) Готовая продукция, товары для перепродажи и товары отгруженные Расходы будущих периодов

Продолжение табл.

Раздел	Группа статей	Статья
	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	
	Дебиторская задолженность	Покупатели и заказчики Векселя к получению Задолженность дочерних и зависимых обществ Задолженность участников (учредителей) на вклады в уставный капитал Авансы выданные Прочие дебиторы
	Финансовые вложения	Займы, предоставленные организациям на срок менее 12 месяцев Собственные акции, выкупленные у акционеров Прочие финансовые вложения
	Денежные средства	Расчетные счета Валютные счета Прочие денежные средства
ПАССИВ		
Капитал и резервы	Уставный капитал	
	Добавочный капитал	
	Резервный капитал	Резервы, образованные в соответствии с законодательством Резервы, образованные в соответствии с учредительными документами
	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток вычитается)	
Долгосрочные обязательства	Заемные средства	Кредиты, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты Займы, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты
	Отложенные налоговые обязательства	
	Прочие обязательства	
Краткосрочные обязательства	Заемные средства	Кредиты, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты Займы, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты

Окончание табл.

Раздел	Группа статей	Статья
	Кредиторская задолженность	Поставщики и подрядчики Векселя к уплате Задолженность перед дочерними и зависимыми обществами Задолженность перед персоналом организации Задолженность перед бюджетом и государственными внебюджетными фондами Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов Авансы полученные Прочие кредиторы
	Доходы будущих периодов	
	Резервы предстоящих расходов и платежей	

Перечень международных стандартов финансовой отчетности
(на 1 января 2006 г.)

Идентификатор	Наименование стандарта	Дата ввода в действие последней редакции стандарта
МСФО 1 (IAS 1)	«Представление финансовой отчетности»	01.01.2005
МСФО 2 (IAS 2)	«Запасы»	01.01.2005
МСФО 7 (IAS 7)	«Отчеты о движении денежных средств»	01.01.1994
МСФО 8 (IAS 8)	«Чистая прибыль или убыток за период, фундаментальные ошибки и изменения в учетной политике»	01.01.2005
МСФО 10 (IAS 10)	«События после отчетной даты»	01.01.2005
МСФО 11 (IAS 11)	«Договоры подряда»	01.01.1995
МСФО 12 (IAS 12)	«Налоги на прибыль»	01.01.1998
МСФО 14 (IAS 14)	«Сегментная отчетность»	01.07.1998
МСФО 16 (IAS 16)	«Основные средства»	01.01.2005
МСФО 17 (IAS 17)	«Аренда»	01.01.2005
МСФО 18 (IAS 18)	«Выручка»	01.01.1995
МСФО 19 (IAS 19)	«Вознаграждения работникам»	01.01.1999
МСФО 20 (IAS 20)	«Учет правительственных субсидий и раскрытие информации о правительственной помощи»	01.01.1984
МСФО 21 (IAS 21)	«Влияние изменений валютных курсов»	01.01.2005
МСФО 22 (IAS 22)	«Объединение компаний» (заменен IFRS 3)	01.01.1999
МСФО 23 (IAS 23)	«Затраты по займам»	01.01.1995
МСФО 24 (IAS 24)	«Раскрытие информации о связанных сторонах»	01.01.2005
МСФО 26 (IAS 26)	«Учет и отчетность по пенсионным планам»	01.01.1988
МСФО 27 (IAS 27)	«Консолидированная и индивидуальная финансовая отчетность»	01.01.2005
МСФО 28 (IAS 28)	«Учет инвестиций в ассоциированные компании»	01.01.2005
МСФО 29 (IAS 29)	«Финансовая отчетность в условиях гиперинфляции»	01.01.1990
МСФО 30 (IAS 30)	«Раскрытие информации в финансовой отчетности банков и аналогичных финансовых институтов»	01.01.1991

Окончание табл.

Идентификатор	Наименование стандарта	Дата ввода в действие последней редакции стандарта
МСФО 31 (IAS 31)	«Финансовая отчетность об участии в совместной деятельности»	01.01.2005
МСФО 32 (IAS 32)	«Финансовые инструменты: раскрытие и представление информации»	01.01.2005
МСФО 33 (IAS 33)	«Прибыль на акцию»	01.01.2005
МСФО 34 (IAS 34)	«Промежуточная финансовая отчетность»	01.01.1999
МСФО 35 (IAS 35)	«Прекращаемая деятельность» (заменен IFRS 5)	01.01.1999
МСФО 36 (IAS 36)	«Обесценение активов»	01.04.2004
МСФО 37 (IAS 37)	«Резервы, условные обязательства и условные активы»	01.07.1999
МСФО 38 (IAS 38)	«Нематериальные активы»	01.04.2004
МСФО 39 (IAS 39)	«Финансовые инструменты: признание и оценка»	01.01.2005
МСФО 40 (IAS 40)	«Инвестиции в недвижимость»	01.01.2005
МСФО 41 (IAS 41)	«Сельское хозяйство»	01.01.2003
МСФО 1 (IFRS 1)	«Первое применение МСФО»	01.01.2005
МСФО 2 (IFRS 2)	«Выплаты, основанные на акциях»	01.01.2005
МСФО 3 (IFRS 3)	«Объединения бизнеса»	01.04.2004
МСФО 4 (IFRS 4)	«Договоры страхования»	01.01.2005
МСФО 5 (IFRS 5)	«Выбытие внеоборотных активов, удерживаемых для продажи, и прекращенная деятельность»	01.01.2005

Примечание. Стандарты с идентификаторами IAS (International Accounting Standards) разработаны Комитетом по международным стандартам бухгалтерского учета (International Accounting Standards Committee, IASC); стандарты с идентификаторами IFRS (International Financial Reporting Standards) разработаны его преемником — Советом по международным стандартам бухгалтерского учета (International Accounting Standards Board, IASB), функционирующим с 1 апреля 2001 г.

Финансовые таблицы

Таблица 1

Мультиплицирующий множитель для единичного платежа

$$FM1(r, n) = FVIF(r, n) = (1+r)^n.$$

Характеризует будущую стоимость одной денежной единицы, наращенную по ставке r на конец периода n .

$n \setminus r$	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
1	1,020	1,040	1,060	1,080	1,100	1,120	1,140	1,160	1,180	1,200
2	1,040	1,082	1,124	1,166	1,210	1,254	1,300	1,346	1,392	1,440
3	1,061	1,125	1,191	1,260	1,331	1,405	1,482	1,561	1,643	1,728
4	1,082	1,170	1,262	1,360	1,464	1,574	1,689	1,811	1,939	2,074
5	1,104	1,217	1,338	1,469	1,611	1,762	1,925	2,100	2,288	2,488
6	1,126	1,265	1,419	1,587	1,772	1,974	2,195	2,436	2,700	2,986
7	1,149	1,316	1,504	1,714	1,949	2,211	2,502	2,826	3,185	3,583
8	1,172	1,369	1,594	1,851	2,144	2,476	2,853	3,278	3,759	4,300
9	1,195	1,423	1,689	1,999	2,358	2,773	3,252	3,803	4,435	5,160
10	1,219	1,480	1,791	2,159	2,594	3,106	3,707	4,411	5,234	6,192
11	1,243	1,539	1,898	2,332	2,853	3,479	4,226	5,117	6,176	7,430
12	1,268	1,601	2,012	2,518	3,138	3,896	4,818	5,936	7,288	8,916
13	1,294	1,665	2,133	2,720	3,452	4,363	5,492	6,886	8,599	10,699
14	1,319	1,732	2,261	2,937	3,797	4,887	6,261	7,988	10,147	12,839
15	1,346	1,801	1,397	3,172	4,177	5,474	7,138	9,266	11,974	15,407
16	1,373	1,873	1,540	3,426	4,595	6,130	8,137	10,748	14,129	18,488
17	1,400	1,948	1,693	3,700	5,054	6,866	9,276	12,468	16,672	22,186
18	1,428	2,026	2,854	3,996	5,560	7,690	10,575	14,463	19,673	26,623
19	1,457	2,107	3,026	4,316	6,116	8,613	12,056	16,777	23,214	31,948
20	1,486	2,191	3,207	4,661	6,727	9,646	13,743	19,461	27,393	38,338

Интерпретация. Один рубль, вложенный в банк на 11 базисных периодов (например, лет) под 12% процентов (годовых), к концу операции превратится в 3,479 руб. Подразумевается, что процентная ставка в этой и последующих финансовых таблицах соответствует длине базисного периода. Так, если в первой графе таблицы пронумерованы кварталы, то процентная ставка — квартальная, если годы — годовая.

Таблица 2

Дисконтирующий множитель для единичного платежа

$$FM2(r, n) = PVIF(r, n) = \frac{1}{(1+r)^n}$$

Характеризует дисконтированную по ставке r стоимость одной денежной единицы, ожидаемой к получению через n периодов.

$n \setminus r$	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
1	0,980	0,962	0,943	0,926	0,909	0,893	0,877	0,862	0,847	0,833
2	0,961	0,925	0,890	0,857	0,826	0,797	0,769	0,743	0,718	0,694
3	0,942	0,889	0,840	0,794	0,751	0,712	0,675	0,641	0,609	0,579
4	0,924	0,855	0,792	0,735	0,683	0,636	0,592	0,552	0,516	0,482
5	0,906	0,822	0,747	0,681	0,621	0,567	0,519	0,476	0,437	0,402
6	0,888	0,790	0,705	0,630	0,564	0,507	0,456	0,410	0,370	0,335
7	0,871	0,760	0,665	0,583	0,513	0,452	0,400	0,354	0,314	0,279
8	0,853	0,731	0,627	0,540	0,467	0,404	0,351	0,305	0,266	0,233
9	0,837	0,703	0,592	0,500	0,424	0,361	0,308	0,263	0,225	0,194
10	0,820	0,676	0,558	0,463	0,386	0,322	0,270	0,227	0,191	0,162
11	0,804	0,650	0,527	0,429	0,350	0,287	0,237	0,195	0,162	0,135
12	0,788	0,625	0,497	0,397	0,319	0,257	0,208	0,168	0,137	0,112
13	0,773	0,601	0,469	0,368	0,290	0,229	0,182	0,145	0,116	0,093
14	0,758	0,577	0,442	0,340	0,263	0,205	0,160	0,125	0,099	0,078
15	0,743	0,555	0,417	0,315	0,239	0,183	0,140	0,108	0,084	0,065
16	0,728	0,534	0,394	0,292	0,218	0,163	0,123	0,093	0,071	0,054
17	0,714	0,513	0,371	0,270	0,198	0,146	0,108	0,080	0,060	0,045
18	0,700	0,494	0,350	0,250	0,180	0,130	0,095	0,069	0,051	0,038
19	0,686	0,475	0,331	0,232	0,164	0,116	0,083	0,060	0,043	0,031
20	0,673	0,456	0,312	0,215	0,149	0,104	0,073	0,051	0,037	0,026

Интерпретация. Один рубль, обещаемый к получению через 6 базисных периодов (например, лет), с позиции текущего момента (т. е. момента, на который делается дисконтирование) оценивается по своей ценности в 0,564 руб. при условии, что устраивающая аналитика ставка дисконтирования равна 10% (годовых). Иными словами, инвестор готов отдать 0,564 руб. «сегодня», чтобы «завтра» (т. е. через 6 базисных периодов) получить 1 руб. Повышение процентной ставки, т. е. значения коэффициента дисконтирования, например, до 14% приводит к уменьшению ценности «будущего» 1 рубля до 0,456 руб. Это означает, что инвестор более осторожно оценивает значимость «будущего» рубля как результата инвестиции.

Таблица 3

Мультиплицирующий множитель для аннуитета

$$FM3(r, n) = FVIFA(r, n) = \sum_{k=1}^n (1+r)^{n-k} = \frac{(1+r)^n - 1}{r}.$$

Характеризует будущую стоимость срочного аннуитета постнумерандо с регулярным платежом, равным одной денежной единице, продолжительностью n периодов и наращением по ставке r .

$n \backslash r$	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
1	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2	2,020	2,040	2,060	2,080	2,100	2,120	2,140	2,160	2,180	2,200
3	3,060	3,122	3,184	3,246	3,310	3,374	3,440	3,506	3,572	3,640
4	4,122	4,246	4,375	4,506	4,641	4,779	4,921	5,066	5,215	5,368
5	5,204	5,416	5,637	5,867	6,105	6,353	6,610	6,877	7,154	7,442
6	6,308	6,633	6,975	7,336	7,716	8,115	8,536	8,977	9,442	9,930
7	7,434	7,898	8,394	8,923	9,487	10,089	10,730	11,414	12,142	12,916
8	8,583	9,214	9,897	10,637	11,436	12,300	13,233	14,240	15,327	16,499
9	9,755	10,583	11,491	12,488	13,579	14,776	16,085	17,519	19,086	20,799
10	10,950	12,006	13,181	14,487	15,937	17,549	19,337	21,321	23,521	25,959
11	12,169	13,486	14,972	16,645	18,531	20,655	23,045	25,733	28,755	32,150
12	13,412	15,026	16,870	18,977	21,384	24,133	27,271	30,850	34,931	39,581
13	14,680	16,627	18,882	21,495	24,523	28,029	32,089	36,786	42,219	48,497
14	15,974	18,292	21,015	24,215	27,975	32,393	37,581	43,672	50,818	59,196
15	17,293	20,024	23,276	27,152	31,772	37,280	43,842	51,660	60,965	72,035
16	18,639	21,825	25,673	30,324	35,950	42,753	50,980	60,925	72,939	87,442
17	20,012	23,698	28,213	33,750	40,545	48,884	59,118	71,673	87,068	105,931
18	21,412	25,645	30,906	37,450	45,599	55,750	68,394	84,141	103,740	128,117
19	22,841	27,671	33,760	41,446	51,159	63,440	78,969	98,603	123,414	154,740
20	24,297	29,778	36,786	45,762	57,275	72,052	91,025	115,380	146,628	186,688

Интерпретация. Если ежегодно в течение 5 лет в конце года вносить в банк по 1 руб. и не делать изъятий со счета, то к концу операции (т. е. к началу 6-го года) на счете накопится 5,867 руб. при условии, что банк начисляет и капитализирует проценты по ставке 8% годовых. Полученная величина представляет собой будущую стоимость единичного аннуитета. Если запросы инвестора в отношении доходности более существенны (например, его устраивает ставка в 10% годовых), то к концу операции на его счете будет 6,105 руб. Заметим, что интерпретация не меняется, если от года перейти к базисному периоду любой продолжительности. Единственное, о чем надо помнить, это об условии соответствия процентной ставки продолжительности базисного периода (например, базисный период — квартал, то и процентная ставка — квартальная).

Таблица 4

Дисконтирующий множитель для аннуитета

$$FM4(r, n) = PVIFA(r, n) = \sum_{k=1}^n \frac{1}{(1+r)^k} = \frac{1-(1+r)^{-n}}{r}.$$

Характеризует дисконтированную стоимость срочного аннуитета постнумерандо с регулярным платежом, равным одной денежной единице, продолжительностью n периодов и дисконтированием по ставке r .

$n \setminus r$	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
1	0,980	0,962	0,943	0,926	0,909	0,893	0,877	0,862	0,847	0,833
2	1,942	1,886	1,833	1,783	1,736	1,690	1,647	1,605	1,566	1,528
3	2,884	2,775	2,673	2,577	2,487	2,402	2,322	2,246	2,174	2,106
4	3,808	3,630	3,465	3,312	3,170	3,037	2,914	2,798	2,690	2,589
5	4,713	4,452	4,212	3,993	3,791	3,605	3,433	3,274	3,127	2,991
6	5,601	5,242	4,917	4,623	4,355	4,111	3,889	3,685	3,498	3,326
7	6,472	6,002	5,582	5,206	4,868	4,564	4,288	4,039	3,812	3,605
8	7,325	6,733	6,210	5,747	5,335	4,968	4,639	4,344	4,078	3,837
9	8,162	7,435	6,802	6,247	5,759	5,328	4,946	4,607	4,303	4,031
10	8,983	8,111	7,360	6,710	6,145	5,650	5,216	4,833	4,494	4,192
11	9,787	8,760	7,887	7,139	6,495	5,938	5,453	5,029	4,656	4,327
12	10,575	9,385	8,384	7,536	6,814	6,194	5,660	5,197	4,793	4,439
13	11,348	9,986	8,853	7,904	7,103	6,424	5,842	5,342	4,910	4,533
14	12,106	10,563	9,295	8,244	7,367	6,628	6,002	5,468	5,008	4,611
15	12,849	11,118	9,712	8,559	7,606	6,811	6,142	5,575	5,092	4,675
16	13,578	11,652	10,106	8,851	7,824	6,974	6,265	5,668	5,162	4,730
17	14,292	12,166	10,477	9,122	8,022	7,120	6,373	5,749	5,222	4,775
18	14,992	12,659	10,828	9,372	8,201	7,250	6,467	5,818	5,273	4,812
19	15,678	13,134	11,158	9,604	8,365	7,366	6,550	5,877	5,316	4,843
20	16,351	13,590	11,470	9,818	8,514	7,469	6,623	5,929	5,353	4,870

Интерпретация. Представим ситуацию: инвесторам предлагается купить контракт, согласно которому в течение 6 лет в конце очередного года покупатель контракта сможет получать сумму в 1 руб. Если устраивающая инвестора *АА* процентная ставка равна 14% годовых, то справедливая стоимость контракта равна 3,889 руб. Именно эту сумму инвестор *АА* должен заплатить одновременно за возможность в течение 6 лет получать по 1 руб. по окончании очередного года. Если инвестор *ВВ* более осторожен и устраивающая его доходность равна 18% годовых, то справедливая (с точки зрения уже этого инвестора) стоимость контракта будет ниже и составит 3,498 руб. Иными словами, для инвестора *ВВ* текущая ценность контракта (т. е. ценность на момент инвестирования) ниже, нежели для инвестора *АА*. Как и в предыдущей финансовой таблице, суть интерпретации не меняется при переходе от года к базисному интервалу любой продолжительности.

Приложение 4

Порядковые номера дней в году

а) Обыкновенный год

День месяца	январь	февр.	март	апр.	май	июнь	июль	авг.	сентяб.	окт.	нояб.	декаб.
	Сквозная нумерация											
1	1	32	60	91	121	152	182	213	244	274	305	335
2	2	33	61	92	122	153	183	214	245	275	306	336
3	3	34	62	93	123	154	184	215	246	276	307	337
4	4	35	63	94	124	155	185	216	247	277	308	338
5	5	36	64	95	125	156	186	217	248	278	309	339
6	6	37	65	96	126	157	187	218	249	279	310	340
7	7	38	66	97	127	158	188	219	250	280	311	341
8	8	39	67	98	128	159	189	220	251	281	312	342
9	9	40	68	99	129	160	190	221	252	282	313	343
10	10	41	69	100	130	161	191	222	253	283	314	344
11	11	42	70	101	131	162	192	223	254	284	315	345
12	12	43	71	102	132	163	193	224	255	285	316	346
13	13	44	72	103	133	164	194	225	256	286	317	347
14	14	45	73	104	134	165	195	226	257	287	318	348
15	15	46	74	105	135	166	196	227	258	288	319	349
16	16	47	75	106	136	167	197	228	259	289	320	350
17	17	48	76	107	137	168	198	229	260	290	321	351
18	18	49	77	108	138	169	199	230	261	291	322	352
19	19	50	78	109	139	170	200	231	262	292	323	353
20	20	51	79	110	140	171	201	232	263	293	324	354
21	21	52	80	111	141	172	202	233	264	294	325	355
22	22	53	81	112	142	173	203	234	265	295	326	356
23	23	54	82	113	143	174	204	235	266	296	327	357
24	24	55	83	114	144	175	205	236	267	297	328	358
25	25	56	84	115	145	176	206	237	268	298	329	359
26	26	57	85	116	146	177	207	238	269	299	330	360
27	27	58	86	117	147	178	208	239	270	300	331	361
28	28	59	87	118	148	179	209	240	271	301	332	362
29	29	—	88	119	149	180	210	241	272	302	333	363
30	30	—	89	120	150	181	211	242	273	303	334	364
31	31	—	90	—	151	—	212	243	—	304	—	365

б) Високосный год

День месяца	январь	февр.	март	апр.	май	июнь	июль	авг.	сентяб.	окт.	нояб.	декаб.
	Сквозная нумерация											
1	1	32	61	92	122	153	183	214	245	275	306	336
2	2	33	62	93	123	154	184	215	246	276	307	337
3	3	34	63	94	124	155	185	216	247	277	308	338
4	4	35	64	95	125	156	186	217	248	278	309	339
5	5	36	65	96	126	157	187	218	249	279	310	340
6	6	37	66	97	127	158	188	219	250	280	311	341
7	7	38	67	98	128	159	189	220	251	281	312	342
8	8	39	68	99	129	160	190	221	252	282	313	343
9	9	40	69	100	130	161	191	222	253	283	314	344
10	10	41	70	101	131	162	192	223	254	284	315	345
11	11	42	71	102	132	163	193	224	255	285	316	346
12	12	43	72	103	133	164	194	225	256	286	317	347
13	13	44	73	104	134	165	195	226	257	287	318	348
14	14	45	74	105	135	166	196	227	258	288	319	349
15	15	46	75	106	136	167	197	228	259	289	320	350
16	16	47	76	107	137	168	198	229	260	290	321	351
17	17	48	77	108	138	169	199	230	261	291	322	352
18	18	49	78	109	139	170	200	231	262	292	323	353
19	19	50	79	110	140	171	201	232	263	293	324	354
20	20	51	80	111	141	172	202	233	264	294	325	355
21	21	52	81	112	142	173	203	234	265	295	326	356
22	22	53	82	113	143	174	204	235	266	296	327	357
23	23	54	83	114	144	175	205	236	267	297	328	358
24	24	55	84	115	145	176	206	237	268	298	329	359
25	25	56	85	116	146	177	207	238	269	299	330	360
26	26	57	86	117	147	178	208	239	270	300	331	361
27	27	58	87	118	148	179	209	240	271	301	332	362
28	28	59	88	119	149	180	210	241	272	302	333	363
29	29	60	89	120	150	181	211	242	273	303	334	364
30	30	—	90	121	151	182	212	243	274	304	335	365
31	31	—	91	—	152	—	213	244	—	305	—	366

Система показателей оценки финансово-хозяйственной деятельности фирмы

Наименование показателя	Алгоритм расчета	Информационное обеспечение (отчетная форма)
1. ОЦЕНКА ИМУЩЕСТВЕННОГО ПОТЕНЦИАЛА (ПОЛОЖЕНИЯ) ФИРМЫ		
Величина контролируемых фирмой средств	Итого баланса-нетто	Форма № 1
Величина чистых активов (ЧА)	$ЧА = [ИБ_A - ЗУ] - [И_V + И_V - ДБП]$	Форма № 3
Доля основных средств в активах фирмы	_Стоимость основных средств	Форма № 1
Доля активной части основных средств	Итого баланса-нетто	Форма № 5
Коэффициент износа основных средств	Стоимость активной части основных средств	Форма № 5
Коэффициент износа основных средств	Стоимость основных средств	Форма № 5
Коэффициент износа активной части основных средств	Накопленная амортизация основных средств	Форма № 5
Коэффициент износа активной части основных средств	Первоначальная стоимость основных средств	Форма № 5
Коэффициент обновления	Накопленная амортизация активной части основных средств	Форма № 5
Коэффициент обновления	Первоначальная стоимость активной части основных средств	Форма № 5
Коэффициент обновления	Первоначальная стоимость поступивших за период основных средств	Форма № 5
Коэффициент обновления	Первоначальная стоимость основных средств на конец периода	Форма № 5

Коэффициент выбытия	Первоначальная стоимость выбывших за период основных средств Первоначальная стоимость основных средств на начало периода	Форма № 5
2. ОЦЕНКА ЛИКВИДНОСТИ И ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ		
Величина собственных оборотных средств (функционирующий капитал)	Оборотные активы – Краткосрочные обязательства	Форма № 1
Коэффициент текущей ликвидности	Оборотные активы (Итого раздела II баланса)	Форма № 1
Коэффициент быстрой ликвидности	Краткосрочные обязательства (Итого раздела V баланса) Оборотные активы за минусом запасов Краткосрочные обязательства	Форма № 1
Коэффициент абсолютной ликвидности	Денежные средства и их эквиваленты Краткосрочные обязательства	Форма № 1
Коэффициент маневренности собственного капитала	Собственные оборотные средства Собственный капитал (Итого раздела III баланса)	Форма № 1
Коэффициент маневренности (подвижности) оборотных активов	Денежные средства и их эквиваленты Оборотные активы	Форма № 1
Коэффициент маневренности собственных оборотных средств	Денежные средства и их эквиваленты Собственные оборотные средства	Форма № 1
Коэффициент покрытия оборотных активов собственным капиталом	Собственные оборотные средства Оборотные активы	Форма № 1
Коэффициент покрытия запасов собственными оборотными средствами	Собственные оборотные средства Запасы	Форма № 1
Доля оборотных средств в активах фирмы	Оборотные активы Итого баланса-нетто по активу	Форма № 1

Продолжение

Наименование показателя	Алгоритм расчета	Информационное обеспечение (отчетная форма)
Доля (производственных) запасов в оборотных активах	Запасы	Форма № 1
Доля дебиторской задолженности в оборотных активах	Оборотные активы	Форма № 1
Коэффициент покрытия запасов	Дебиторская задолженность + НДС по приобретенным ценностям	Форма № 1
Продолжительность финансового цикла	Оборотные активы	Форма № 1
	«Нормальные» источники покрытия (Собственные оборотные средства + Краткосрочные кредиты и займы + Поставщики и подрядчики)	Форма № 1, Форма № 2
	Запасы	Форма № 1, Форма № 2
	Оборачиваемость средств в запасах + Оборачиваемость средств в дебиторской задолженности – Оборачиваемость кредиторов	Форма № 1, Форма № 2
3. ОЦЕНКА ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ		
Коэффициент концентрации собственного капитала	Собственный капитал (Итого раздела III баланса)	Форма № 1
Коэффициент концентрации привлеченных средств	Всего источников средств (Итого баланса по пассиву) Привлеченные средства (Итого раздела IV + Итого раздела V)	Форма № 1
Коэффициент финансовой зависимости	Всего источников средств Всего источников средств Собственный капитал	Форма № 1
Коэффициент структуры долгосрочных вложений	Долгосрочные обязательства (Итого раздела IV) Внеоборотные активы	Форма № 1

Коэффициент финансовой зависимости капитализированных источников	Долгосрочные обязательства Собственный капитал + Долгосрочные обязательства	Форма № 1
Коэффициент финансовой независимости капитализированных источников	Собственный капитал	Форма № 1
Коэффициент структуры привлеченных средств	Долгосрочные обязательства Привлеченные средства	Форма № 1
Уровень финансового левириджа (балансовый)	Долгосрочные заемные средства Собственный капитал	Форма № 1
Уровень финансового левириджа (рыночный)	Долгосрочные заемные средства Рыночная капитализация	Форма № 1, Данные рынка
Коэффициент покрытия постоянных нефинансовых расходов	Прибыль до вычета амортизации, процентов и налогов (<i>EBITDA</i>)	Форма № 1, Форма № 5
Коэффициент обеспеченности процентов к уплате	Сумма годовых амортизационных отчислений Прибыль до вычета процентов и налогов (<i>EBIT</i>)	Форма № 2, Учетные данные
Коэффициент покрытия постоянных финансовых расходов	Прибыль до вычета процентов и налогов + Расходы по финансовой аренде (лизингу)	Форма № 2, Учетные данные
4. ОЦЕНКА ВНУТРИФИРМЕННОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ		
Соотношение в темпах изменения активов (T_a), выручки (T_s), прибыли (T_p)	$T_a < T_s < T_p$	Форма № 1, форма № 2
Производительность труда	Выручка от продаж	Форма № 2, Учетные данные
Фондоотдача	Среднесписочная численность Выручка от продаж	Форма № 1, Форма № 2
	Средняя стоимость основных средств	

Продолжение

Наименование показателя	Алгоритм расчета	Информационное обеспечение (отчетная форма)
Ресурсоотдача	Выручка от продаж	Форма № 1, Форма № 2
Оборачиваемость средств в запасах (в оборотах)	Средняя стоимость активов фирмы (Итог баланса по активу)	Форма № 1, Форма № 2
Оборачиваемость средств в запасах (в днях)	Себестоимость продаж	Форма № 1, Форма № 2
Оборачиваемость средств в запасах (в днях)	Средние запасы	Форма № 1, Форма № 2
Оборачиваемость средств в дебиторской задолженности (в оборотах)	Средняя себестоимость продаж	Форма № 1, Форма № 2
Оборачиваемость средств в дебиторской задолженности (в оборотах)	Выручка от продаж	Форма № 1, Форма № 2
Оборачиваемость средств в дебиторской задолженности (в днях)	Средняя дебиторская задолженность	Форма № 1, Форма № 2
Оборачиваемость средств в дебиторской задолженности (в днях)	Средняя дебиторская задолженность	Форма № 1, Форма № 2
Оборачиваемость средств в дебиторской задолженности (в днях)	Однодневная выручка от продаж	Форма № 1, Форма № 2
Оборачиваемость кредитной задолженности (в днях)	Средняя кредиторская задолженность	Форма № 1, Форма № 2
Продолжительность операционного цикла	Однодневная себестоимость продаж	Форма № 1, Форма № 2
Удельная валовая маржа (<i>cont</i>)	Оборачиваемость средств в запасах (в днях) + Оборачиваемость средств в дебиторской задолженности (в днях)	Учетные данные
Критический объем продаж (Q_c)	$cont = p - v$ $Q_c = \frac{FC}{cont}$	Учетные данные
5. ОЦЕНКА ПРИБЫЛЬНОСТИ И РЕНТАБЕЛЬНОСТИ		
Чистая прибыль (бухгалтерская)	—	Форма № 2

<p>Добавленная экономическая стоимость (ценность) (<i>EVA</i>)</p> <p>Добавленная рыночная стоимость (ценность) (<i>MVA</i>)</p> <p>Показатели динамики прибыли (по видам)</p> <p>Коэффициент генерирования доходов</p>	<p>$EVA = NOPLAT - DCC = (EBIT - T) - MV_c \cdot WACC$</p> <p>$MVA = TC_m - TC_b$</p> <p>—</p> <p>Прибыль до вычета процентов и налогов (<i>EBIT</i>)</p> <p>Средняя стоимость активов фирмы (Итог баланса по активу)</p>	<p>Учетные и рыночные данные</p> <p>Учетные и рыночные данные</p> <p>Форма № 2</p> <p>Форма № 1, Форма № 2</p>
<p>Рентабельность активов</p>	<p>Чистая прибыль + Проценты к уплате</p> <p>Средняя стоимость активов фирмы (Итог баланса по активу)</p>	<p>Форма № 1, Форма № 2</p>
<p>Рентабельность инвестированного капитала</p>	<p>Чистая прибыль + Проценты к уплате</p> <p>Инвестированный капитал (Итог раздела III + Итог раздела IV)</p>	<p>Форма № 1, Форма № 2</p>
<p>Рентабельность собственного капитала</p>	<p>Чистая прибыль</p> <p>Собственный капитал (Итог раздела III)</p>	<p>Форма № 1, Форма № 2</p>
<p>Рентабельность собственного обыкновенного капитала</p>	<p>Чистая прибыль – Дивиденды по привилегированным акциям</p> <p>Собственный обыкновенный капитал (Итог раздела III – Привилегированные акции)</p>	<p>Форма № 1, Форма № 2, Учетные данные</p>
<p>Валовая рентабельность реализованной продукции</p>	<p>Валовая прибыль (или Валовая маржа, <i>EDITDA</i>)</p> <p>Выручка от продаж</p>	<p>Форма № 2, Учетные данные</p>
<p>Операционная рентабельность реализованной продукции</p>	<p>Прибыль до вычета процентов и налогов (<i>EBIT</i>)</p> <p>Выручка от продаж</p>	<p>Форма № 2</p>

<i>Окончание</i>		Информационное обеспечение (отчетная форма)
Наименование показателя	Алгоритм расчета	Форма № 2
Чистая рентабельность реализованной продукции	Чистая прибыль Выручка от продаж	
6. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ФИРМЫ		
Прибыль (доход) на акцию (<i>EPS</i>)	Чистая прибыль – Дивиденды по привилегированным акциям	Учетные данные
Коэффициент котировки акции	Средневзвешенное число обыкновенных акций	Учетные и рыночные данные
Дивидендная доходность	Текущая рыночная цена акции (обыкновенной) Прибыль (доход) на акцию	Учетные и рыночные данные
Дивидендный выход	Дивиденд, выплачиваемый по акции Текущая рыночная цена акции	Учетные и рыночные данные
Дивидендное покрытие	Дивиденд, выплачиваемый по акции Прибыль (доход) на акцию	Учетные и рыночные данные
Коэффициент рыночной оценки акции	Прибыль на акцию Дивиденд на акцию	Учетные и рыночные данные
Коэффициент Тобина	Текущая рыночная цена акции Книжная (учетная) цена акции Рыночная капитализация	Учетные и рыночные данные
	Величина чистых активов в рыночной оценке	Учетные и рыночные данные

Примечания:

1. В таблице подразумевается структура отчетности, рекомендованная приказом Минфина РФ от 22 июля 2003 г. № 67н «О формах бухгалтерской отчетности организаций».
2. В таблице приведены лишь ориентировочные алгоритмы расчета аналитических коэффициентов. При проведении конкретных расчетов эти алгоритмы могут уточняться. Так, в случае использования балансов в структуре, предписанной ранее действовавшими регулятивами, может понадобиться процедура дополнительной очистки от регулятивов.
3. При расчете отдельных показателей, в которых предусмотрено использование статьи «Долгосрочные обязательства», в расчет может приниматься как весь одноименный подраздел, так и данный подраздел, за вычетом статьи «Отложенные налоговые обязательства» (в частности, при исчислении уровня финансового левериджа в расчет может приниматься сумма долгосрочных кредитов и облигационных займов).
4. Алгоритмы расчета отдельных показателей см. в соответствующих разделах книги.
5. В таблице использованы следующие обозначения: ИБА — итог баланса по активу; ЗУ — задолженность учредителей по взносам в уставный капитал; ИУ — итог раздела IV баланса; ИУ — итог раздела V баланса; ДБП — доходы будущих периодов; p — цена единицы продукции; v — переменные производственные расходы на единицу продукции; FC — условно-постоянные расходы производственного характера; $NOPLAT$ — чистая операционная прибыль, скорректированная на налоговые выплаты; DCC — нормальные затраты капитала; MV_c — рыночная оценка капитала (собственного и заемного); $WACC$ — средневзвешенная стоимость капитала; $EBIT$ — операционная прибыль; T — сумма уплаченных налогов; TC_m — совокупная рыночная стоимость фирмы как сумма рыночных оценок капитала собственников и заемного капитала; TC_b — совокупная учетная (балансовая) стоимость фирмы как сумма балансовых оценок капитала собственников и заемного капитала.

БИБЛИОГРАФИЯ

Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая от 30 ноября 1994 г. № 51-ФЗ. Часть вторая от 26 января 1996 г. № 14-ФЗ (с изменениями и дополнениями).

Налоговый кодекс Российской Федерации. Часть первая от 31 июля 1998 г. № 146-ФЗ. Часть вторая от 5 августа 2000 г. № 117-ФЗ (с изменениями и дополнениями).

О бухгалтерском учете. Федеральный закон от 21 ноября 1996 г. № 129-ФЗ (с изменениями и дополнениями).

О рынке ценных бумаг. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ (с изменениями и дополнениями).

Об акционерных обществах. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (с изменениями и дополнениями).

О формах бухгалтерской отчетности организаций. Приказ Минфина РФ от 22 июля 2003 г. № 67н.

План счетов бухгалтерского учета финансово-хозяйственной деятельности организации и Инструкция по его применению. Утверждены приказом Минфина РФ от 31 октября 2000 г. № 94н.

Положение по бухгалтерскому учету «Бухгалтерская отчетность организации» (ПБУ 4/99). Утверждено приказом Минфина РФ от 6 июля 1999 г. № 43н.

Альбер М. Капитализм против капитализма. СПб: Экономическая школа, 1998.

Апчерч А. Управленческий учет: принципы и практика / пер. с англ. / под ред. Я. В. Соколова, И. А. Смирновой. М.: Финансы и статистика, 2002.

Белозеров С. А. Финансы домашнего хозяйства: сущность и структура. СПб: Изд. Дом «Мирь», 2005.

Бернстайн Л. А. Анализ финансовой отчетности / пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 1996.

Бетге Й. Балансоведение / пер. с нем. М.: Бухгалтерский учет, 2000.

Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов / пер. с англ. под ред. Л. П. Белых. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997.

Блатов Н. А. Основы общей бухгалтерии в связи с торговым, промышленным и сметным счетоводством. 5-е изд. М.; Л., 1931 (первое изд. – 1925).

Блатов Н. А. Балансоведение (курс общий). Л.: Экономическое образование, 1930.

Блейк Дж. Амант О. Европейский бухгалтерский учет: справочник / пер. с англ. М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1997.

Бочаров В. В. Комплексный финансовый анализ. СПб: Питер, 2005.

Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес» 1997.

Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: полный курс: в 2 т. / пер. с англ. / под ред. В. В. Ковалева. СПб: Экономическая школа, 1997.

Брикнер А. Иван Посошков. СПб., 1876.

Буковецкий А. И. Краткий обзор преподавания финансовой науки и финансового права в Петербургском (Петроградском) университете в XIX – первой четверти XX века // История изучения общественных финансов в Санкт-Петербурге: сб. статей. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1997.

Буковецкий А. И. Введение в финансовую науку. Л., 1929.

Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: учеб. пособие. М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998.

Буренин А. Н. Рынки производных финансовых инструментов. М.: ИНФРА-М, 1996.

Бухгалтерский учет: учеб. / И. И. Бочкарева [и др.]; под ред. Я. В. Соколова. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2005.

Бухгалтерский учет в зарубежных странах: учеб. / Я. В. Соколов, Ф. Ф. Бутынец, Л. Л. Горецкая, Д. А. Панков; отв. ред. Ф. Ф. Бутынец. М.: Проспект, 2005.

Бычкова С. М. Аудиторская деятельность: теория и практика. СПб: Лань, 2000.

Валдайцев С. В. Антикризисное управление на основе инноваций: учеб. М.: Проспект, 2005.

Валдайцев С. В. Оценка бизнеса: учеб. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2004.

Вальденберг В. Государственные идеи Крижанича. СПб, 1912.

Ван Хорн Дж. Основы управления финансами / пер. с англ. / под ред. И. И. Елисевой; гл. ред. серии Я. В. Соколов. М.: Финансы и статистика, 1996.

Вестник ИПБ: Вып. 3. Справочник корреспонденций счетов бухгалтерского учета / под ред. А. С. Бакаева. М.: Институт профессиональных бухгалтеров России: Информационное агентство «ИПБ-БИНФА», 2002.

Вехи экономической мысли. Рынки факторов производства. Т. 3 / под ред. В. М. Гальперина. СПб: Экономическая школа, 2000.

Витте С. Ю. Конспект лекций о народном и государственном хозяйстве. М., 1997.

Волкова О. Н. Управленческий учет: учеб. М.: Проспект, 2005.

Воронцовский А. В. Инвестиции и финансирование: Методы оценки и обоснования. СПб: Изд-во С.-Петербург. ун-та, 1998.

Врублевский Н. Д. Управленческий учет издержек производства: теория и практика. М.: Финансы и статистика, 2002.

Гальперин В. М. Слово о словах // Экономическая школа. Вып. 3. 1993.

Гальперин В. М., Игнатьев С. М., Моргунов В. И. Микроэкономика: в 2 т. / Общая редакция В. М. Гальперина. СПб: Экономическая школа, 1994. Т. 1; 1997. Т. 2.

Гальперин Я. М. Очерки теории баланса. Тифлис, 1930.

Гальперин Я. М. Школы балансового учета. Тифлис, 1926.

Гензель П. Очерки по истории финансов. Вып. 1: Древний мир. М., 1913.

Герстнер П. Анализ баланса / пер. с нем. Н. А. Ревякина / под ред. Н. Г. Филимонова. М.: Экономическая жизнь, 1926.

Гитман Л. Дж., Джонк М. Д. Основы инвестирования / пер. с англ. М.: Дело, 1997.

Горлов И. Я. Теория финансов. 2-е изд. СПб., 1845.

Гэлбрейт Дж. Новое индустриальное общество / пер. с англ. М.: Прогресс, 1969.

Деньги. Кредит. Банки: учеб. 2-е изд., перераб. и доп. / под ред. В. В. Иванова, Б. И. Соколова. М.: Проспект, 2006.

Дранко О. И. Финансовый менеджмент: технологии управления финансами предприятия. М.: ЮНИТИ, 2004.

Евзлин З. П. Техника определения кредитоспособности. М., 1927.

Евзлин З. П. Балансы. Как их составлять, разбирать и проверять: в 2 ч. Л., 1926. Ч. I; 1927. Ч. II.

Евзлин З. П. Общепонятный отчет акционерных предприятий и его значение в торгово-промышленной жизни (к вопросу об однообразной форме отчетов для акционерных обществ). СПб, 1901.

Евстигнеев Е. Н. Налоги и налогообложение. СПб: Питер, 2005.

Елисеева И. И., Юзбашев М. М. Общая теория статистики: учеб. 5-е изд., перераб. и доп.. М.: Финансы и статистика, 2004.

Ефимова О. В. Финансовый анализ. 4-е изд., перераб. и доп. М.: Бухгалтерский учет, 2002.

Зомбарт В. Буржуа. Евреи и хозяйственная жизнь / пер. с нем. М.: Айрис-пресс, 2004.

Ивашкевич В. Б. Бухгалтерский управленческий учет: учеб. для вузов. М.: Юристъ, 2003.

Ильин И. Письма, мемуары (1939–1954). М.: Русская книга, 1999.

Инвестиции: учеб. / под ред. В. В. Ковалева, В. В. Иванова, В. А. Лялина. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2006.

История изучения общественных финансов в Санкт-Петербурге: сб. статей. СПб: Издательство СПбГУЭФ, 1997.

История финансовой политики в России: сб. статей. СПб, 2000.

История экономических учений / под ред. В. Автономова, О. Ананьина, Н. Макашевой: учеб. пособие. М.: ИНФРА-М, 2001.

Каверина О. Д. Управленческий учет: системы, методы, процедуры. М.: Финансы и статистика, 2003.

Калинина Е. М., Латина О. Г., Рябова Р. И., Шнайдерман Т. А. Рекомендации по применению ПБУ 18/02 «Учет расчетов по налогу на прибыль» / под ред. А. С. Бакаева, С. А. Николаевой. М.: Информационное агентство «ИПБР-БИНФА», 2004.

Каминка А. И. Акционерные компании. Юридическое исследование. СПб., 1912.

Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэлл Д. У. Финансовые институты, рынки и деньги. СПб: Питер, 2000.

Ключ коммерции или торговли, т. е. наука бухгалтерии, изъясняющая содержание книг и произведение счетов купеческих. СПб, 1783.

Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика. М.: Проспект, 2006(а).

Ковалев В. В. Практикум по анализу и финансовому менеджменту. Конспект лекций с задачами и тестами. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2006(б).

Ковалев В. В. Становление неоклассической теории финансов // Вестник С.-Петербур. ун-та. Сер. 8. Менеджмент. 2005. Вып. 1.

Ковалев В. В. Финансовый учет и анализ: концептуальные основы. М.: Финансы и статистика, 2004.

Ковалев В. В. Балансоведение и экономический анализ в работах российских ученых // Бухгалтерский учет в Санкт-Петербурге 1703–2003 / под ред. Я. В. Соколова. СПб: Юридический центр Пресс, 2003(а).

Ковалев В. В. Бухгалтерский учет: новые реалии и перспективы развития // Бухгалтерский учет. 2003(б). № 11.

Ковалев В. В. Из истории российской финансовой науки // Вклад Академии наук в познание России. Материалы Международного симпозиума 18 июня 2001 г. СПб: С.-Петербург. научный центр РАН, 2002.

Ковалев В. В. Финансовый анализ: методы и процедуры М.: Финансы и статистика, 2001 (а).

Ковалев В. В. Финансовая наука в исторической ретроспективе // Вестник С.-Петербур. ун-та. Сер. 5. Экономика. 2001. Вып. 1 (б).

Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1999.

Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 1997.

Ковалев В. В., Ковалев Вит. В. Учет, анализ и финансовый менеджмент: учеб.-метод. пособие. М.: Финансы и статистика, 2006.

Ковалев В. В., Ковалев Вит. В. Финансовая отчетность. Анализ финансовой отчетности (основы балансоведения). 2-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2005.

Ковалев В. В., Ковалев Вит. В. Бухгалтерская прибыль: управленческий аспект // Вестник С.-Петерб. ун-та. Сер. 8. Менеджмент. 2005. Вып. 4.

Ковалев В. В., Либман А. В. Управление агентскими издержками в корпорации: введение в проблему // Вестник С.-Петерб. ун-та. 2001. Сер. 5. Экономика. Вып. 4.

Ковалев В. В., Патров В. В., Быков В. А. Как читать баланс. 5-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2006.

Ковалев В. В., Уланов В. А. Курс финансовых вычислений. 3-е изд., доп. М.: Финансы и статистика, 2005.

Ковалев Вит. В. Учет, анализ и бюджетирование лизинговых операций: теория и практика. М.: Финансы и статистика, 2005.

Колас Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции и методы: учеб. пособие / пер. с франц. / под ред. проф. Я. В. Соколова. М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997.

Коростелева М. В. Методы анализа рынка капитала. СПб: Питер, 2003.

Космачев А. Н. К вопросу о сущности и классификации экономических и банковских рисков // Финансовый мир. Вып. 3 / под ред. В. В. Иванова и В. В. Ковалева. М.: Проспект, 2006.

Косса Л. Основы финансовой науки. М., 1900.

Котелкин С. В. Международная финансовая система: учеб. М.: Экономика, 2004.

Котошихин Г. О России в царствование Алексея Михайловича. СПб., 1840.

Коуз Р. Фирма, рынок и право. М., 1995.

Кошкин И. А. Построение бухгалтерского баланса (теория баланса). Л., 1940.

Крастинь О. П. Изучение статистических зависимостей по многолетним данным. М.: Финансы и статистика, 1981.

Крижанич Ю. Политика. М.: Издательский дом «Экономическая газета», 2003.

Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов / пер. с нем. / под общ. ред. В. В. Ковалева и З. А. Сабова. СПб: Издательство «Питер», 2000.

Крушвиц Л. Инвестиционные расчеты / пер. с нем. / под общ. ред. В. В. Ковалева и З. А. Сабова. СПб: Питер, 2001.

Курсель-Сенель Ж. Руководство к теоретическому и практическому изучению предприятий / пер. с франц. / под ред. В. Вишнякова. СПб, 1860.

Кутер М. И. Теория бухгалтерского учета: учеб. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2004.

Ларионов А. Д., Аль-Шарайрех Д. А. Исламская модель бухгалтерского учета // Исламские финансы в современном мире. Экономические и правовые аспекты. М.: УММА, 2004.

Лебедев В. А. Финансовое право. СПб., 1882.

Ли Ч., Финнерти Дж. Финансы корпораций: теория, методы и практика / пер. с англ. М.: Инфра-М, 2000.

Либман А. В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник. С.-Петербург. ун-та. 2005. Сер. 8. Менеджмент. Вып. 1.

Либман А. В. Влияние структуры капитала корпорации на величину агентских издержек // Финансовый мир. Вып. 2 / под ред. В. В. Иванова и В. В. Ковалева. М.: Проспект, 2004.

Лихачева О. Н. Финансовое планирование на предприятии: учеб. пособие. М.: Проспект, 2003.

Лунский Н. С. Лекции по высшим финансовым вычислениям. Ч. 1. М.: Т-во «Печатня С. П. Яковлева», 1912.

Ляйтнер Ф. Организация промышленных предприятий. Пг.: Право, 1923.

Лялин В. А., Воробьев П. В. Финансовый менеджмент: 2-е изд., испр. и доп. СПб: Изд. дом «Бизнес-пресса», 2001.

Лялин В. А., Воробьев П. В. Рынок ценных бумаг: учеб. М.: Проспект, 2006.

Мак Кинсей Дж., Мич С. Финансовое управление предприятием / пер. с англ. М., 1927.

Макконнелл К. Р., Брю С. Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика: в 2 т. / пер. с англ. М.: Республика, 1993.

Малешевский Б. Ф. Теория и практика пенсионных касс. Т. 1, 2. СПб: Типография Министерства путей сообщения (А. Бенке), 1890.

Малюга Н. М., Давидюк Т. В. Двойная запись в бухгалтерском учете: историко-теоретический аспект. Житомир, 2003.

Маркин-Конкин А. Г. Анализ хозяйственной деятельности рабкопа и райпотребсоюза. Вып. I. Товарный кредит. Харьков, 1928.

Маркс К. Соч. 2-е изд. Т. 23.

Маршалл А. Принципы экономической науки. М.: Прогресс, 1993.

Маршалл Дж., Бансал В. Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововведениям / пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 1998.

Международные и российские стандарты бухгалтерского учета: сравнительный анализ, принципы трансформации, направления реформирования / под ред. С. А. Николаевой. М.: Аналитика-Пресс, 2001.

Международные стандарты финансовой отчетности. М.: Аскери, 1999.

Международные стандарты финансовой отчетности для общественного сектора. М., 2001.

Международные стандарты финансовой отчетности: учеб. пособие / под ред. И. А. Смирновой. М.: Финансы и статистика, 2005.

Милгром П., Робертс Дж. Экономика, организация и менеджмент: в 2 т. / пер. с англ. / под редакцией И. И. Елисеевой, В. Л. Тамбовцева. СПб: Экономическая школа, 1999.

Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок: учеб. М.: Перспектива, 1995.

Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ. М.: Дело, 1999.

Мэтьюс М., Перера М. Теория бухгалтерского учета: учеб. / пер. с англ. М.: Аудит, ЮНИТИ, 1999.

Мюллер Г., Гернон Х., Мишк Г. Учет: международная перспектива / пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 1992.

Найт Ф. Х. Риск, неопределенность и прибыль / пер. с англ. М.: Дело, 2003.

Найт Ф. Х. Прибыль // Вехи экономической мысли. Рынки факторов производства. Т. 3 / под ред. В. М. Гальперина. СПб: Экономическая школа, 2000.

Несколько мыслей о пользе политических наук. По случаю нового издания книги «Опыт теории налогов». Соч. Ф. Г. СПб., 1819.

Никитский А. А. Основы финансовой науки и политики. М., 1909.

Николаев И. Р. Проблема реальности баланса. Л.: Экономическое образование, 1926.

Нитти Ф. Основные начала финансовой науки. М., 1904.

Новый энциклопедический словарь. М.: Издательство Ф. А. Брокгауза и И. А. Ефрона.

Нормативная база бухгалтерского учета: сб. официальных материалов. М.: Бухгалтерский учет, 2003.

Обербринкманн Ф. Современное понимание бухгалтерского баланса: пер. с нем. / под ред. проф. Я. В. Соколова. М.: Финансы и статистика, 2003.

Озеров И. Х. Основы финансовой науки: в 2 вып. Рига, 1923.

Орлов М. Ф. О государственном кредите. М., 1833.

Основы аудита: учеб. / под ред. Я. В. Соколова. М.: Бухгалтерский учет, 2000.

Палий В. Ф. Международные стандарты финансовой отчетности. М.: ИНФРА-М, 2002.

Пачоли Л. Трактат о счетах и записях / под ред. Я. В. Соколова. М.: Финансы и статистика, 2001.

Пеленкин А. П. Что такое баланс вообще и бухгалтерский в частности. СПб., 1898.

Пичета В. И. Ю. Крижанич. Экономические и политические его взгляды. СПб., 1914.

План счетов бухгалтерского учета и Инструкция по его применению. М.: Информационное агентство ИПБ-БИНФА, 2001.

Пушкарева В. М. История финансовой мысли и политики налогов. М.: Финансы и статистика, 2001.

Пятов М. Л. Применение законодательства в бухгалтерской практике. М.: Бухгалтерский учет, 2002.

Пятов М. Л. Вексель: вопросы учета, анализа и налогообложения. М.: Финансы и статистика, 1997.

Райфа Г. Анализ решений. М., 1977.

Рау К. Г. Основные начала финансовой науки: в 2 т. / пер. с нем. СПб., 1867.

Ришар Ж. Бухгалтерский учет: теория и практика. М.: Финансы и статистика, 2000.

Романов А. Н., Лукасевич И. Я. Оценка коммерческой деятельности предпринимательства. Опыт зарубежных фирм. М.: Финансы и статистика, 1993.

Рошаховский А. К. Балансы акционерных предприятий. СПб., 1910.

Рудановский А. П. Анализ баланса. М.: Макиз, 1925.

Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: учеб. пособие / под ред. В. С. Торкановского. СПб: АО «Комплект», 1994.

Самуэльсон П. Основания экономического анализа / пер. с англ. / под ред. П. А. Ватника. СПб: Экономическая школа, 2002.

Сарториус Г. Начальные основания народного богатства и государственное хозяйство следуя теории Адама Смита / пер. с нем. Казань, 1812.

Селезнева Н. Н., Ионова А. Ф. Финансовый анализ: учеб. пособие для курсов по подготовке и переподготовке бухгалтеров и аудиторов. М.: ЮНИТИ-Дана, 2001.

Селигмен Б. Основные течения современной экономической мысли / пер. с англ. М.: Прогресс, 1968.

Сиверс Е. Е. Счетоведение и счетоводство. Опыт научного исследования. СПб., 1892.

Словарь по экономике / пер. с англ. / под ред. П. А. Ватника. СПб: Экономическая школа, 1998.

Советский энциклопедический словарь / гл. ред. А. М. Прохоров. 4-е изд. М.: Сов. Энциклопедия, 1989.

Соколов Б. И., Соколова С. В. Экономика: учеб. для гуманитариев. СПб: Изд. дом «Бизнес-пресса», 2002.

Соколов В. Я. Оценки: их виды и значение // Бухгалтерский учет. 1996. № 12.

Соколов Я. В. Бухгалтерский учет: от истоков до наших дней: учеб. пособие для вузов. М.: Аудит, ЮНИТИ, 1996.

Соколов Я. В. Основы теории бухгалтерского учета. М.: Финансы и статистика, 2000.

Соколов Я. В., Патров В. В., Карзаева Н. Н. Новый план счетов и основы ведения бухгалтерского учета. М.: Финансы и статистика, 2002.

Справочник корреспонденций счетов бухгалтерского учета / под ред. А. С. Бакаева. М.: Институт профессиональных бухгалтеров России: Информационное агентство «ИПБ-БИНФА», 2002.

Теория фирмы / под ред. В. М. Гальперина. СПб: Экономическая школа, 1995.

Толстой Дм. (граф) История финансовых учреждений России со времен основания государства до кончины императрицы Екатерины II. СПб., 1848.

Тургенев Н. И. Опыт теории налогов. СПб., 1818.

Уланов В. А. Сборник задач по курсу финансовых вычислений / под ред. проф. В. В. Ковалева. М.: Финансы и статистика, 2000.

Уэстон Дж. Ф. Концепция и теория прибыли: новый взгляд на проблему // Вехи экономической мысли. Рынки факторов производства. Т. 3 / под ред. В. М. Гальперина. СПб: Экономическая школа, 2000.

Финансовая энциклопедия / под общ. ред. Г. Я. Сокольниковой и др. 2-е изд. М.; Л., 1927.

Финансовый менеджмент: теория и практика: учеб. / под ред. Е. С. Стояновой. 5-е изд. перераб. и доп. М.: Перспектива, 2005.

Финансовый менеджмент: учеб. для вузов / Г. Б. Поляк, И. А. Акодис, Т. А. Краева и др.; под ред. проф. Г. Б. Поляка. М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997.

Финансовый мир / под ред. В. В. Иванова и В. В. Ковалева. М.: Проспект, 2002. Вып. 1; 2004. Вып. 2; 2005. Вып. 3.

Финансы: учеб. 2-е изд., перераб. и дополн. / под ред. проф. В. В. Ковалева. М.: Проспект, 2003.

Финансы и кредит: учеб. / под ред. проф. М. В. Романовского, проф. Г. Н. Белоглазовой. М.: Юрайт-Издат, 2003.

Финансы, деньги, кредит: учеб. / под ред. О. В. Соколовой. М.: Юристъ, 2000.

Фридман Д., Ордубэй Н. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости / пер. с англ. М.: «Дело Лтд», 1995.

Хан Д. Планирование и контроль: концепция контроллинга / пер. с нем.; под ред. и с предисл. А. А. Турчака, Л. Г. Головача, М. Л. Лукашевича. М.: Финансы и статистика, 1997.

Хендриксен Е. С., Ван Бреда М. Ф. Теория бухгалтерского учета / пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 1997.

Хоригрен Ч. Т., Фостер Дж. Бухгалтерский учет: управленческий аспект / пер. с англ. / под ред. Я. В. Соколова. М.: Финансы и статистика, 1995.

Хэй Д., Моррис Д. Теория организации промышленности: в 2 т. / пер. с англ. / под ред. А. Г. Слуцкого. СПб: Экономическая школа, 1999.

Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж. Инвестиции / пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 1997.

Шепелев Л. Е. Акционерный капитал в России: политика и динамика развития // История финансовой политики в России: сб. статей. СПб., 2000.

Шепелев Л. Е. Акционерные компании в России. Л., 1973.

Шеремет А. Д., Ионова А. Ф. Финансы предприятий: менеджмент и анализ. М.: Инфра-М, 2004.

Шершеневич Г. Ф. Учебник русского гражданского права (по изданию 1907 г.). М.: Фирма «ПАРК», 1995.

Шиль И. Современная теория финансов и влияние ее на финансовую администрацию. СПб., 1860.

Широкопад Л. Д. Влияние немецкой экономической науки на формирование политической экономии в России в XVIII – первой половине XIX в. // Вестник. С.-Петербург. ун-та. Сер. 5. Экономика. 2004. Вып. 3.

Шлецер Х. Начальные основания государственного хозяйства, или наука о народном богатстве: в 2 ч. / пер. с нем. М., 1805 (ч. I), 1806 (ч. II).

Шнейдман Л. З. Как пользоваться МСФО. М.: Бухгалтерский учет, 2003.

Штиллих О. Биржа и ее деятельность / пер. с нем. СПб, 1992.

Шумпетер Й. А. История экономического анализа: в 3 т. / пер. с англ. под ред. В. С. Автономова. СПб: Экономическая школа, 2001.

Экономикс: Англо-русский словарь-справочник / Э. Долан, Б. И. Домненко. М.: Лазурь, 1994.

Экономическая школа. СПб, 1991. Вып. 1; 1992. Вып. 2; 1993. Вып. 3.

Янжул И. И. Основные начала финансовой науки. 4-е изд., изм. и доп. СПб., 1904.

Anthony R. N., Dearden J., Bedford N. M. Management Control System, 6-th ed. Richard D. Irwin, Inc., 1989.

Belkaoui A. R. Accounting Theory, 3-rd ed. Academic Press Ltd, 1992.

Bernstein P. Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street. N.Y., The Free Press, 1992.

Brealey R. A., Myers S. C. Principles of Corporate Finance, 4-th ed. McGraw Hill, Inc., 1991.

Brigham E. F., Gapenski L. C. Intermediate Financial Management, 4-th ed. The Dryden Press, 1993.

Choi F., Mueller G. International Accounting, 2-nd ed. Prentice Hall International, Inc., 1992.

Comparative International Accounting, 3-rd ed. / Edited by C. Nobes and R. Parker. Prentice Hall, Inc., 1991.

Copeland T. E., Weston J. F. Financial Theory and Corporate Policy, 3-rd ed. Addison-Wesley, 1988.

Dictionary of Modern Economics. Ed. D.W. Pearce. Macmillan Reference Books, 1981.

Drury C. Management and Cost Accounting, 3-rd ed. Chapman & Hall, 1992.

Edwards J. A History of Financial Accounting. Routledge, 1989.

Flint D. A True and Fair View in Company Accounts. London, Gee and Co., 1982.

Gitman L. J. Basic Managerial Finance, 2-nd ed. Harper & Row, 1989.

Harrap's English Mini-Dictionary / Edited by P. H. Collin, 2-nd ed. Edinburgh, Harrap, 1992.

Hornigren C., Foster G. Cost Accounting, 7-th ed. Prentice Hall, Inc., 1991.

Johnson H. T., Kaplan R. S. Relevance Lost: The Rise and Fall of Management Accounting Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts, 1991.

Kam V. Accounting Theory, 2-nd ed. John Wiley & Sons, Inc., 1990.

Keon A. J., Martin J. D., Petty J. W., Scott, Jr. D. F. Financial Management: Principles and Applications, 9-th ed. Prentice Hall, 2002.

Kieso D., Weygandt J. Intermediate Accounting, 6-th ed. John Wiley & Sons, Inc., 1989.

Kitchen R. L. Finance for the Developing Countries. John Wiley & Sons., 1986.

Knight F. H. Risk, Uncertainty and Profit. Houghton Mifflin, Boston, 1921 (*Русский перевод: Найм Ф. Х. Риск, неопределенность и прибыль / пер. с англ. М.: ДЕЛЮ, 2003*).

Lee G. A. Modern Financial Accounting, 3-rd ed. Nelson, London, 1981.

Lev B. Financial Statement Analysis. A New Approach. Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1974 (a).

Lev B. On the Association Between Operating Leverage and Risk // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 9. September 1974. P. 627–642 (b).

Levy H., Sarnat M. Capital Investment and Financial Decisions, 3-rd ed. Prentice Hall, 1986.

Markowitz H. M. Portfolio Selection // Journal of Finance. March 1952. P. 77–91.

Markowitz H. M. Portfolio Selection. New Haven, Conn.: Yale University Press, 1959.

Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment // American Economic Review. June 1958. P. 261–297.

Parker R.H. Macmillan Dictionary of Accounting, 2-nd ed. The Macmillan Press LTD, 1992.

Penman S. Financial Statement Analysis and Security Valuation, 2-nd ed. McGraw-Hill/Irwin, 2004.

Reilly F.K., Brown K.C. Investment Analysis and Portfolio Management, 7-th ed. Thomson, South-Western, 2003.

Ross S.A., Westerfield R.W. Corporate Finance. Times Mirror/Mosby College Publishing, 1988.

Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.F. Corporate Finance, 3-rd ed. Irwin, 1993.

Shapiro A. Fundamentals of Multinational Financial Management, 2-nd ed. Allyn and Bacon. A Division of Paramount Publishing, 1994.

Sharpe W.F. A Simplified Model of Portfolio Analysis // Management Science. January 1963.

Sharpe W.F., Alexander G.J. Investments, 4-th ed. Prentice-Hall International, Inc., 1990.

Siegel J.G., Shim J.K. Dictionary of Accounting Terms. Barron's, 1987.

Stewart III G.B. The Quest of Value. New York: Harper Business, 1991.

Sweeney H.W. Stabilized Accounting. New York, Harper & Row, 1936.

The History of Accounting: An International Encyclopedia / Edited by M. Chatfield, R. Vangermeersch. Garland Publishing, Inc., 1996.

The IASC-U.S. Comparison Project: A Report on the Similarities and Differences between IASC Standards and U.S. GAAP. Financial Accounting Standards Board of the Financial Accounting Foundation, Norwalk, Connecticut, 1996.

The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice / Edited by D. H. Chew, Jr. McGraw-Hill, Inc., 1993.

Underdown B., Taylor P. Accounting Theory and Policy Making. Butterworth-Heinemann Ltd, Oxford, 1991.

Van Horne J.C., Wachowicz J.M. Fundamentals of Financial Management, 8-th ed. Prentice Hall, Inc., 1992.

Watts R., Zimmerman J. Positive Accounting Theory. Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1986.

Weston J.F., Copeland T.E. Managerial Finance, 9-th ed. Dryden, HBJ, 1992.

White G.I., Sondhi A.C., Fried D. The Analysis and Use of Financial Statements. John Wiley & Sons, Inc., 1994.

Wolk H., Francis J., Tearney M. Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach, 3-rd ed. South-Western Publishing Co., Cincinnati, Ohio, 1992.

Содержание

Введение	3
Глава 1. Система управления финансами фирмы: сущность и логика организации	7
1.1. Фирма (предприятие) в системе экономических отношений	7
1.2. Финансы: определения, сущность, функции	15
1.3. Финансы фирмы в финансовой системе страны	20
1.4. Сущность и функции финансов фирмы	27
1.5. Принципы организации финансов фирмы	35
1.6. Структура системы управления финансами фирмы	39
1.7. Финансовый менеджмент в контексте достижения целей фирмы	44
1.8. Функции и задачи финансового менеджера	46
<i>Материалы для самостоятельной работы</i>	51
<i>Вопросы для обсуждения</i>	51
Глава 2. Концептуальные основы финансового менеджмента	53
2.1. Финансовый менеджмент: структура и содержание	53
2.1.1. Неоклассическая теория финансов и финансовый менеджмент	54
2.1.2. Теория управления и финансовый менеджмент	55
2.1.3. Бухгалтерский учет и финансовый менеджмент	64
2.1.4. Структуризация разделов финансового менеджмента	65
2.2. Логика построения концептуальных основ финансового менеджмента	69
2.3. Фундаментальные концепции (принципы) финансового менеджмента	86
<i>Материалы для самостоятельной работы</i>	96
<i>Вопросы для обсуждения</i>	96
Глава 3. Финансовые активы, обязательства, инструменты	98
3.1. Ценные бумаги	98
3.2. Финансовые инструменты: сущность, виды, классификация	116
3.3. Первичные финансовые инструменты	121
3.4. Производные финансовые инструменты	126
3.4.1. Спекулирование и хеджирование	127
3.4.2. Форвардные и фьючерсные контракты	128
3.4.3. Опционы	134

3.4.4. Опцион на акции	145
3.4.5. Варрант	146
3.4.6. Свопы	147
3.4.7. Операции РЕПО	148
3.5. Финансовые инструменты в контексте оценки инвестиционной привлекательности фирмы	149
<i>Материалы для самостоятельной работы</i>	152
<i>Вопросы для обсуждения</i>	152
Глава 4. Финансовые рынки и институты в контексте деятельности фирмы	153
4.1. Финансовые рынки	154
4.1.1. Виды финансовых рынков	154
4.1.2. Участники и виды деятельности на рынке ценных бумаг	160
4.1.3. Фондовая биржа	162
4.2. Финансовые институты: их виды и функции	169
4.3. Инвестиционные институты: их виды и функции	175
4.4. Индикаторы на рынке ценных бумаг	179
<i>Материалы для самостоятельной работы</i>	184
<i>Вопросы для обсуждения</i>	184
Глава 5. Инструментальные методы, расчеты и модели в финансовом менеджменте	185
5.1. Классификация методов	185
5.2. Методы факторного анализа	187
5.3. Методы прогнозирования основных финансовых показателей	191
5.3.1. Методы экспертных оценок	191
5.3.2. Методы обработки временных, пространственных и про- странственно-временных совокупностей	192
5.4. Методы теории принятия решений	196
5.4.1. Имитационное моделирование	196
5.4.2. Метод построения дерева решений	200
5.4.3. Анализ чувствительности	203
5.5. Финансовые вычисления как основа инструментария финансово- го менеджера	205
5.6. Моделирование в финансовом менеджменте	207
<i>Материалы для самостоятельной работы</i>	210
<i>Вопросы для обсуждения</i>	210
Глава 6. Логика и техника финансовых вычислений	211
6.1. Временная ценность денег	211
6.2. Операции наращивания и дисконтирования	214
6.3. Процентные ставки и методы их начисления	218

6.3.1. Понятия простого и сложного процентов	219
6.3.2. Области применения схемы простых процентов	222
6.3.3. Внутригодовые процентные начисления	228
6.3.4. Начисление процентов за дробное число лет	230
6.3.5. Непрерывное начисление процентов	232
6.3.6. Эффективная годовая процентная ставка	235
6.4. Будущая и дисконтированная стоимости: экономический смысл и техника расчета	238
6.4.1. Будущая стоимость единичного платежа	238
6.4.2. Дисконтированная стоимость единичного платежа	241
6.5. Виды денежных потоков	246
6.6. Оценка денежного потока с неравными поступлениями	248
6.6.1. Оценка потока постнумерандо	248
6.6.2. Оценка потока пренумерандо	251
6.7. Оценка аннуитетов	253
6.7.1. Оценка срочного аннуитета	253
6.7.2. Оценка бессрочного аннуитета	260
6.7.3. Метод депозитной книжки	262
6.7.4. Оценка аннуитета с изменяющейся величиной платежа	264
6.8. Логика оценки денежного потока в нетиповых ситуациях	266
<i>Материалы для самостоятельной работы</i>	272
<i>Вопросы для обсуждения</i>	272
Глава 7. Риск и его роль в управлении финансами фирмы	273
7.1. Сущность риска	273
7.2. Виды риска	278
7.3. Методы оценки риска	288
7.4. Основные способы противодействия риску	290
<i>Материалы для самостоятельной работы</i>	291
<i>Вопросы для обсуждения</i>	291
Глава 8. Учет и финансовый менеджмент: категории, оценки	293
8.1. Бухгалтерский учет в системе управления фирмой	293
8.2. Стоимостные оценки в системах учета и финансового менедж- мента	310
8.3. Справедливая стоимость: аргументы «за» и «против»	319
8.4. Гудвилл как экономическая категория	342
<i>Материалы для самостоятельной работы</i>	374
<i>Вопросы для обсуждения</i>	374
Глава 9. Информационное обеспечение решений финансового характера	377
9.1. Состав и структура информационного обеспечения	377

9.2. Бухгалтерская отчетность как финансовая модель фирмы	383
9.3. Баланс: трактовки, представления, содержание	387
9.4. Отчет о прибылях и убытках	407
9.5. Приложения к базовым отчетным формам	410
9.6. Международные стандарты финансовой отчетности	415
<i>Материалы для самостоятельной работы</i>	421
<i>Вопросы для обсуждения</i>	421
Глава 10. Методологические основы управления финансами фирмы	423
10.1. Анализ и планирование в системе управления фирмой	423
10.1.1. Анализ в контексте управления деятельностью фирмы	423
10.1.2. Логика процедур анализа финансовой отчетности	431
10.1.3. Планирование в контексте управления деятельностью фирмы	437
10.2. Управление денежными потоками и расчетами	443
10.3. Управление доходами, прибыльностью и рентабельностью	448
10.4. Управление активами фирмы	455
10.5. Управление источниками финансирования деятельности фирмы	465
<i>Материалы для самостоятельной работы</i>	469
<i>Вопросы для обсуждения</i>	469
Глава 11. Финансовый менеджмент в исторической ретроспективе	471
11.1. Классическая теория финансов	471
11.2. Неоклассическая теория финансов	483
11.3. Финансовый менеджмент	489
11.4. Российская традиция	489
<i>Материалы для самостоятельной работы</i>	498
<i>Вопросы для обсуждения</i>	498
Приложения	499
Приложение 1. Состав разделов и статей бухгалтерского баланса (согласно ПБУ 4/99 «Бухгалтерская отчетность организации»)	499
Приложение 2. Перечень международных стандартов финансовой отчетности (на 1 января 2006 г.)	502
Приложение 3. Финансовые таблицы	504
Приложение 4. Порядковые номера дней в году	508
Приложение 5 Система показателей оценки финансово-хозяйственной деятельности фирмы	510
Библиография	518