

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИИ

ФГБОУ ВПО «УРАЛЬСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ЛЕСОТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Р.Г. Дамари
Н.К. Прядилина

**ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ
ДЛЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЕЙ
(западный опыт)**

Екатеринбург
2015

УДК 336.012.24(075.8)

ББК 65.9(2)26я73

Д 16

Рецензенты:

Кафедра бухгалтерского учета и аудита Уральского государственного экономического университета;

Пищулов В.М. – доктор экономических наук, профессор

Д 16 **Дамари Р.Г., Прядилина Н.К. Финансовое планирование для предпринимателей (западный опыт): учеб. пособие.** – Екатеринбург: Урал. гос. лесотехн. ун-т, 2015. – 118 с.
ISBN 978-5-94984-512-7

Предлагаемое вниманию читателей учебное пособие посвящено практике предпринимательской деятельности на Западе. Анализ практики дается в контексте юридических норм и правил, а также политических и экономических структур, давно утвердившихся в условиях свободного рынка. Большинство из этих понятий и структур существует и в России. В данном пособии рассматриваются методы, используемые бизнесменами западных стран с целью создания дополнительных преимуществ в своей предпринимательской деятельности, особенно при создании нового предприятия.

Предлагаемое пособие написано специально для российских читателей и рассчитано на начинающих бизнесменов и на всех тех, кого интересуют вопросы управления финансами, финансового анализа предпринимательской деятельности.

Печатается по решению редакционно-издательского совета Уральского государственного лесотехнического университета.

УДК 336.012.24(075.8)

ББК 65.9(2)26я73

ISBN 978-5-94984-512-7

© ФГБОУ ВПО «Уральский государственный лесотехнический университет», 2015

© Дамари Р.Г., Прядилина Н.К., 2015

ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие	4
Введение	5
<i>Глава 1.</i> Общество свободного предпринимательства	9
<i>Глава 2.</i> Создание и развитие предприятий	15
<i>Глава 3.</i> Структура капиталовложений и эффективность их использования	26
3.1. Структура капитала	26
3.2. Влияние факторов времени	36
<i>Глава 4.</i> Разработка планов развития предприятия	42
4.1. Быстрый и простой тест жизнестойкости	43
4.2. Перечень позиций, отражаемых в бизнес-плане	49
<i>Глава 5.</i> Венчурный капитал	50
<i>Глава 6.</i> Оценка стоимости компании	60
6.1. Оценка по чистой балансовой стоимости.....	61
6.2. Оценка компании по ее доходу	63
6.3. Оценка компании без учета перспектив роста	67
6.4. Метод оценки дополнительной прибыли («супердохода»)	69
<i>Глава 7.</i> Оценка риска	71
7.1. Корпорации	71
7.2. Предприниматели	72
7.3. Портфели ценных бумаг	74
7.4. Оценка риска владельцами венчурного капитала	76
7.5. Риск и частные инвестиции	78
7.6. Риск и новаторство	79
Список рекомендуемой литературы	81
Приложение 1. Виды предприятий и их юридические различия	82
Приложение 2. Инфляция и начисление процентов	85
Приложение 3. Производственный и финансовый рычаги увеличения прибыли	86
Приложение 4. Вычисление средних величин и темпов роста	89
Приложение 5. Чистая приведенная величина денежных поступлений и внутренняя норма доходности	93
Приложение 6. Составление бизнес-плана и анализ потока платежей на примере вновь созданной компании «Пластипартс» (кейс)	99
Приложение 7. Составление плана развития при выкупе предприятия его руководством	106
Сведения об авторах	116

ПРЕДИСЛОВИЕ

Ни одна книга не могла бы отразить всего многообразия деловой жизни Запада. Не ставят перед собой такой задачи и авторы этой книги. Все внимание в ней сосредоточено на процессе создания и развития отдельными людьми или группами лиц своих собственных, сначала небольших компаний. В случае успеха из мелких предприятий вырастают большие организации, которые начинают жить уже собственной жизнью, отдаляясь от своих основателей.

Крупные корпорации рассматриваются в этой книге, главным образом, как объект сравнения: они противопоставляются предприятиям, управляемым своими владельцами и основателями.

Было бы наивным полагать, что все методы, описанные в книге, можно применить в российской экономической жизни, особенно в условиях экономического кризиса. Но практическая полезность книги будет возрастать по мере появления и утверждения новых явлений в российской экономике. В полной мере опыт западной деловой жизни будет применим лишь тогда, когда эти новые явления станут приниматься как нечто само собой разумеющееся, точно так же, как и на Западе. Но уже сейчас, показывая, как думают и действуют западные бизнесмены, книга будет полезной для любого делового человека, а особенно для тех, кто занят в совместных предприятиях или проводит деловые переговоры с западными бизнесменами.

ВВЕДЕНИЕ

Бизнесом можно заниматься в любой стране и при любых условиях, даже при гиперинфляции и нестабильной валюте. Однако чтобы создать настоящую рыночную экономику, генерирующую и приумножающую богатство, необходимы все-таки определенные базовые предпосылки. К числу таких предпосылок можно отнести устойчивость валюты, признание права рисковать ради получения прибыли, взаимное доверие и соблюдение законов, надежный банковский и коммерческий кредит. Рассмотрим эти предпосылки подробнее.

Устойчивость валюты. Экономика всех стран подвержена инфляции. Общее падение цен было зафиксировано лишь однажды – во время Великой депрессии. Похоже, что в процветающей рыночной экономике умеренная инфляция неизбежна.

Можно считать, что умеренная инфляция – это инфляция в несколько процентов. В разные периоды и в разных странах цифра может быть разной, но годовой темп инфляции, составляющий 3–5 % – обычное явление на Западе, пока он не приблизится к опасному дефляционному порогу в 2 % и ниже. Если же темп инфляции достигает 10 % в год, то считается (так оно есть на самом деле), что ситуация выходит из-под контроля. Аналогично при падении инфляции почти до нуля, экономический рост, как правило, прекращается.

Наличие умеренной инфляции не влечет за собой нестабильности денег и не означает, что со временем деньги обесцениваются. Проценты, полученные по банковским вкладам, всегда, или по крайней мере, большую часть времени, покрывают потери от инфляции, а если это не так, то считается, что экономика «серьезно больна». Для оценки состояния экономики используют такой показатель, как реальная ставка процента. Она характеризует изменения в покупательной

способности денег, вложенных в банк или предприятие и приносящих соответствующий доход. Чтобы определить величину этого показателя, величина множителя наращенных сумм (используемого для определения наращенных сумм по правилу сложных процентов) делится на выражение $(1+R/100)$, где R означает годовой темп инфляции. Подробно вычисление реальной ставки процента показано в прил. 2. Существует и более простой способ расчета, дающий приблизительное значение этого показателя: его вычисляют как разницу между номинальной ставкой процента (по вкладам в банк, на ценные бумаги и т.д.) и годовым темпом инфляции.

Положительная реальная ставка процента побуждает людей к сбережениям, отрицательная дает прямо противоположный эффект: для чего стараться откладывать деньги на будущие покупки, если покупательная способность сбережений падает? Лучше купить товар сегодня, чем хранить деньги в банке.

Сбережения являются существенным элементом здоровой экономики. Они нужны и для крупных капиталовложений (отсюда огромные штаты сберегательных и инвестиционных учреждений на Западе, начиная с местных сберегательных банков до фондовых бирж), и для небольших инвестиций – в любом случае предпринимателям необходимо скопить какой-то капитал, прежде чем они смогут основать свое дело.

Вообще деньги, получаемые в качестве вознаграждения за труд или вклад, должны быть достаточно стабильными и стоить того, чтобы их зарабатывать и откладывать. Деньги служат основной мерой успеха предприятия.

И основной мотив предпринимателя, которым является стремление получить максимальную прибыль, можно вполне назвать стремлением «делать деньги».

В современной рыночной экономике важным средством регулирования экономики и стабилизации отечественных валют является установление правительствами ставки процента, выплачиваемого по государственным облигациям – самой низкой ставки по сравнению с другими ценными бумагами, поскольку вложения в государственные облигации являются самыми надежными. Правда, лучше было бы говорить не о регулировании, а о влиянии государства на экономические процессы, поскольку экономика живет своей собственной жизнью. Следует заметить, что правительствам далеко не всегда удается контролировать установленную ими ставку.

Риск и вознаграждение для предпринимателей. Общество свободного предпринимательства позволяет отдельным лицам и группам людей идти на предпринимательский риск, то есть тратить время и деньги на организацию своего дела в надежде получить денежное вознаграждение, превышающее то, которое можно было бы получить, если просто положить деньги в банк. При этом одновременно допускается возможность как получить прибыль, так и потратить деньги.

Но самое главное – это то, что риск ради успеха поощряется обществом. Естественно, в случае получения прибыли предприниматель должен платить налог, но его размер незначителен.

Обычный западный гражданин смотрит на преуспевающего предпринимателя скорее с восхищением, чем с завистью. Естественно, находятся люди, чаще среди тех, кто не способен преуспеть экономически, которые косо смотрят на успех других и могут даже попытаться вредить им напрямую или путем политических акций. Но такие люди являются исключением, в рамках западной культуры, как правило, приветствуется деловой успех крупных компаний и мелких предпринимателей. В некоторых странах даже ведутся споры о том, превратился ли «менталитет государства всеобщего благоденствия» в особого рода «предпринимательскую культуру». В этом споре, однако, еще никто не одержал победу.

Договорное право и доверие. В любом обществе имеются мошенники и обманщики, и бизнесмены вынуждены ограждать себя от небольшой группы лиц, которая пользуется нечестными методами. Тем не менее, нормальным в деловом общении является доверие к тому, что говорят партнеры, особенно когда их слова зафиксированы на бумаге.

Договорное право строится на наличии письменного документа. Считается, что подписи на бумаге обязывают к исполнению того, что написано, и обратного пути нет. Конечно, могут возникать споры о толковании документа – именно это и является предметом судебных исков. Однако человек, поставивший свою подпись, тем самым берет на себя определенное обязательство. Устные договоренности также обязательны к исполнению, но, заключенные без свидетелей, они могут не иметь юридической силы.

Таким образом, подпись является основным элементом огромной массы коммерческих сделок, которые впоследствии спокойно осуществляются. Суды служат средством урегулирования лишь той незначительной доли соглашений, которые не соблюдаются или выполняются не должным образом. Суды должны быть крайней мерой.

По мнению европейцев, американцы слишком часто используют этот институт: их юристы по любому поводу обращаются в суд даже тогда, когда небольшая доля здравого смысла могла бы позволить найти решение без помощи судьи.

Одной из важнейших юридических основ на Западе является презумпция добросовестности, или честности: человека считают честным до тех пор, пока он не докажет обратное. Это одна из сильнейших сторон системы свободного предпринимательства, хотя она и оставляет место для всякого рода мошенников и мелких жуликов, действующих во вред интересам честного большинства.

Надежный банковский и коммерческий кредит. На Западе наличные деньги как средство платежа используются только в розничной торговле, то есть для личных трат, но даже при этом за большинство дорогостоящих вещей все больше расплачиваются чеками или кредитными карточками. Торговля между компаниями ведется на основе кредита, во всяком случае, при заключении договоров о купле-продаже между поставщиками и покупателями. После поставки товаров или предоставления услуг выставляются счета, и ожидается, что в течение одного-двух месяцев они будут оплачены. Если оплата счетов отодвигается на более длительные сроки и крупные компании начинают хладнокровно эксплуатировать своих мелких поставщиков, задерживая перевод наличных средств, на Западе это считается признаком спада.

Чтобы торговля в кредит работала нормально, должно существовать доверие к письменному договору (часто даже и к заказу по телефону), а также средства юридической поддержки в случае неоплаты счетов. Банки должны быть в состоянии быстро и надежно произвести оплату по первому требованию своих клиентов. Средствами оплаты счетов являются банковский трансферт (в Западной Европе) или чек (метод, предпочитаемый в США). Ясная картина о совершенных операциях по оплате может быть получена при изучении бухгалтерской отчетности фирмы, где должна фиксироваться каждая выплата (или поступление) со счета в банке. Таким образом, возможность обмана существенно снижается. Платежи наличными вызывают подозрение: ими предпочитают пользоваться преступники и те, кто уклоняется от уплаты налогов.

Итак, мы рассмотрели основные предпосылки, необходимые для развития предпринимательской деятельности. Посмотрим теперь, кто и как становится предпринимателем, что делают владельцы и руководство фирм для упрочения положения на рынке, расширения предприятий, повышения их прибыльности.

Глава 1

ОБЩЕСТВО СВОБОДНОГО ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА

Размер получаемой прибыли тесно связан со степенью риска по денежным вкладам. Если вы не хотите рисковать, то лучше всего положить деньги в солидный банк и получать на них проценты, предпочтительно по ставке, превышающей темп инфляции. Размер процента в данном случае будет относительно небольшим. Если же вы хотите иметь более высокий доход, то вам придется принять на себя и больший риск, поскольку вероятность более выгодного размещения всегда связана с вероятностью финансовых потерь. Так, стоимость принадлежащих вам акций или облигаций может упасть, рыночная цена дома, который вы купили, может снизиться, а сберегательное учреждение, предлагающее более высокие проценты, чем ваш банк, может обанкротиться.

Говоря об оценке степени риска, можно провести некоторые интересные параллели с азартными играми. Рулетка, например, – это игра чистого случая: вероятность того, что выпадет данное число или цвет не зависит от предшествующих событий. При этом, если вы ставите только на одну цифру, шансы против вас равны 37 против 1. Если вы ставите на «красное», шанс выиграть составляет 18 против 37, но выигрыш составит сумму меньшую, чем ваша двойная ставка. Таким образом, чем меньше риск, тем ниже выигрыш.

В карточных играх даже при самой тщательной тасовке карт можно каким-то образом оценить вероятность выигрыша, хотя бы потому, что по ходу игры не появляются снова уже сброшенные карты.

Элемент мастерства в оценке вероятностей немного снижает элемент чистого случая.

В различного рода гонках (например, бегах) мастерство игрока имеет еще большую роль в оценке шансов на успех. Ведь здесь требуется взвесить вероятность выигрыша лошади в зависимости от ее физической формы и при этом учесть результаты ее последнего выступления, мастерство жокея, а также то, что всегда и ипподрома называют словом «идет».

От ставок на ипподроме уже легко перейти к вложениям средств в ценные бумаги, хотя вероятность того, что проигрыши на фондовой бирже будут такими же серьезными и регулярными, как и на бегах, очень мала. Биржевой игрок (на биржевом жаргоне – «понтер»), соревнуясь с другими, проверяет свое умение оценить вероятность повышения или падения курса акций. Понтер – скромный игрок.

Но, может быть, вы стремитесь к большему вознаграждению, чем можно получить на фондовой бирже? Тогда попробуйте себя в сделках с премиями или фьючерсных сделках. Здесь можно получить крупные прибыли на небольшие затраты, но можно и потерять больше, чем вложили!

Во всех этих примерах, связанных с принятием на себя риска, игроки, инвесторы или спекулянты оценивают, явно или неявно, вероятность будущих событий, но не могут повлиять на них (или, во всяком случае, предполагается, что не могут: манипулирование с ценами акций на биржах, как и допинг лошадей, запрещены законом).

Совсем другое дело – предпринимательский риск. Конечно, инвестиции в предприятия, независимо от того, делаются ли они одним человеком, или группой друзей, или давно функционирующей корпорацией, также требуют оценки вероятности будущих событий, многие, а, возможно, и большинство из которых находятся вне контроля инвесторов. Но в отличие от азартных игр первоосновой бизнеса является такой риск, степень которого может изменяться под воздействием того, кто на него идет. Умение владельца предприятия (или наемного менеджера), его энтузиазм и напористость, последовательность и гибкость – все это существенно влияет на ход событий. Степень предпринимательского риска не является величиной постоянной: ведь ход событий, влияющих на деятельность предприятия, не определяется однажды брошенным жребием. Предприниматель (или менеджер) – вот тот ключевой фактор, который способен снизить степень риска, привести предприятие к успеху.

Частным случаем предпринимательского риска, на котором, собственно, и сосредоточено внимание в этой книге, является случай, когда руководитель предприятия рискует не только чужими, но и своими собственными деньгами. Ведь ему (хотя бы частично) принадлежит предприятие. Он предприниматель и именно поэтому идет на предпринимательский риск.

Конечно, люди рискуют в расчете получить вознаграждение за свой риск. Причем многие рискуют безрассудно и в конечном итоге теряют все. Однако существуют механизмы, которые могут оградить предпринимателя от таких потерь, например, законодательство об ограничении ответственности. Возникшее еще в эпоху меркантилизма (XVII век), оно позволяет инвесторам вкладывать деньги в предприятия, рискуя только своими инвестициями и более ничем.

Чтобы воспользоваться преимуществами принципа ограниченной ответственности, необходимо создать определенный вид организации, а именно: товарищество с ограниченной ответственностью. Фирмы же, находящиеся в единоличном владении, и так называемые полные товарищества отвечают по обязательствам предприятия всем своим имуществом (прил. 1).

Ограничение ответственности – это прекрасный механизм, благодаря которому все инвесторы, будь они предпринимателями, активно участвующими в управлении своей фирмой, или так называемыми пассивными партнерами, не принимающими участия в принятии решений, могут вкладывать свои деньги в предприятие, зная, что их вклад – это все, чем они рискуют. Вопрос доверия и кредитоспособности относится теперь не к инвесторам (физическим лицам), а к компании, которую они создали. Эта компания приобретает права юридического лица.

На Западе проводится различие между частными (закрытыми) компаниями (товариществами) и акционерными обществами открытого типа. Держателями акций частных компаний является, как правило, группа соратников, которые редко продают свои акции кому бы то ни было; все они либо активно работают на благо своего предприятия, либо являются пассивными партнерами, хорошо информированными о делах предприятия. Вклады в акционерные общества открытого типа принадлежат анонимным акционерам, чье участие в делах этих компаний может ограничиваться лишь присутствием на годовичном общем собрании акционеров; акции таких компаний свободно обращаются на бирже, причем совершенно независимо от воли руководства компаний.

В США и Великобритании существует гораздо меньше юридических различий между частными компаниями и акционерными обществами открытого типа, поскольку и в том, и в другом случае устав компании предусматривает выпуск акций, то есть документов, удостоверяющих сумму вклада того или иного лица, а имена владельцев вкладов не заносятся в устав фирмы. При продаже акций другим лицам или при выпуске акций в свободное обращение компания не изменяет своего статуса. Однако во многих странах континентальной Европы проводится различие между объединением конкретных лиц, вкладывающих свои деньги в дело, имена которых заносятся в устав фирмы, и объединением капиталов, когда имена акционеров регистрируются в специальном списке, но не упоминаются в уставе. Континентальная система делает более сложным переход закрытой компании к компании открытого типа.

На первый взгляд может показаться, что законодательство об ограниченной ответственности несправедливо по отношению к коммерческим партнерам компаний, которые им пользуются: ведь если дела идут плохо, можно объявить себя банкротом и оставить кредиторов с носом! Но существование специальных законов, юридических норм и процедур (четкое определение ответственности, требования к бухгалтерскому учету, сложные системы оценки кредитоспособности, банковские референции и т.д.) фактически означает, что финансовое положение и кредитоспособность юридических лиц проверить гораздо легче, чем финансовое положение физических лиц. Кроме того, никто не стремится к банкротству, ведь это конец всему. Скорее даже следует рассматривать банкротство как средство, с помощью которого умирающим компаниям помогают выбраться из ямы, спасая их от медленной смерти.

Как ни странно, многие несостоявшиеся компании избегают банкротства; они просто ликвидируются своими собственниками, которые понимают, что не добьются успеха. При этом владельцы могут лишиться большей части своих инвестиций, но внешние кредиторы получают свое сполна.

Хотя фирмы, находящиеся в единоличном владении, и полные товарищества на Западе не редкость, наиболее распространенным и предпочитаемым способом снижения делового риска является создание товарищества или акционерного общества с ограниченной ответственностью.

Средства, которые изначально вкладываются в предприятие путем покупки его акций, вкупе с той частью прибыли, которая не

распределяется между акционерами в виде дивидендов, а реинвестируется в дальнейшее развитие компании, называются собственным, или акционерным, капиталом. Владельцы акций являются владельцами предприятия. Прибыли компании увеличивают капитал собственников, а убытки уменьшают его.

Вкладывая в предприятие собственные средства, инвесторы стремятся получить максимальную прибыль, выражая при этом готовность идти на риск. Если дела компании пойдут хорошо, то большую часть прибыли (возможно, за вычетом премиальных рабочим и наемным руководителям) получают владельцы акционерного капитала. Если же дела пойдут плохо, то и рабочие, и руководство компании, и ее кредиторы все-таки получают то, что им причитается, но владельцам капитала может ничего не достаться; в этом случае можно сказать, что им не повезло. В очереди за прибылью собственники стоят последними. Они получают только то, что осталось, но если осталось много, то они в выигрыше. В случае ликвидации компании они снова последние в очереди: все остальные получают свою долю до того, как собственники смогут предъявить права на оставшиеся средства. Естественно, инвестор идет на такой риск, только если в перспективе он надеется получить высокую прибыль.

Как правило, ни одно предприятие не ограничивается собственными средствами. Большинство компаний увеличивают свой капитал за счет долгосрочного кредита, то есть средств, занимаемых на несколько лет под проценты. Средства привлекаются также с помощью продажи так называемых привилегированных акций. При ликвидации компаний держателям привилегированных акций дивиденды и долговые обязательства выплачиваются до владельцев обычных акций, но после уплаты долгов кредиторам.

Если компания привлекает заемные средства, то после подписания контракта о займе его условия должны выполняться неукоснительно. По займу регулярно выплачиваются проценты, а в конечном итоге выплачивается и основная сумма долга. Кредитор не ожидает столь же высокого дохода, что и инвестор – для него важнее надежность этого дохода. Он соглашается на более низкое вознаграждение, поскольку риск не получить его сведен к минимуму: ведь ссудный процент и основная сумма долга всегда выплачиваются до выплаты прибыли на вложенный капитал. Именно неспособность компании выплатить в срок проценты или погасить долг является основанием для ее банкротства, что дает право кредиторам предъявить претензии на имущество фирмы. И тем не менее, предоставление долга может

все-таки оказаться рискованным делом именно потому, что компании действительно часто «прогорают». Поэтому многие кредиторы требуют, чтобы займы были обеспечены конкретными активами фирмы, которые выступают в качестве залога по кредитам. Если кредит по каким-либо причинам не погашается, то кредитор, ссудивший деньги под залог, имеет право претендовать на эти активы. Здесь можно провести четкую параллель с системой предоставления ссуд под залог недвижимости, используемой большинством людей при покупке домов.

После создания компании владельцы акционерного капитала как бы уходят в тень. Капитал увеличивается за счет заемных средств. Эти средства инвестируются в оборотные и основные активы, которые, собственно, и используются для генерирования прибыли компании, хотя использование материальных активов никогда не следует рассматривать в отрыве от использования труда рабочих и руководства компании. По долгам фирмы выплачиваются проценты. Сумма выплачиваемых процентов определяет стоимость долга для компании.

То, что по кредитам приходится нести расходы, а, следовательно, они имеют свою стоимость (или цену) для компании, понять сравнительно просто: в конце концов, выплачиваемые проценты – это реальные деньги. Реальные деньги в виде фиксированного дивиденда выплачиваются и за капитал, привлеченный в виде привилегированных акций. Но можно ли понятие стоимости применить к собственному капиталу? В каком-то смысле, пожалуй, нет: ведь компания не обязуется приносить прибыль и выплачивать дивиденды владельцам обычных акций. С другой стороны, если собственники не будут получать вознаграждение, то вскоре они начнут жаловаться, что не получают от своей компании того, на что рассчитывали. Можно сказать, что ожидаемое акционерами вознаграждение и является мерой стоимости собственного капитала компании. Стоимость собственного капитала измеряется в процентах и в простейшем виде является отношением полученной (или ожидаемой) прибыли компании к величине ее собственного капитала. Это отношение носит название «рентабельность собственного капитала» и будет рассмотрено в последующих разделах пособия.

Стоимость заемных средств и собственного капитала является мерой вознаграждения, которое могут получить те, кто вкладывает в компанию свои средства. Их риск измерить гораздо сложнее, но даже при самой крайней его степени, то есть при полной неудаче, можно ограничить размер риска размером инвестированного капитала.

Глава 2

СОЗДАНИЕ И РАЗВИТИЕ ПРЕДПРИЯТИЙ

Предпринимательство – это создание нового предприятия на основе личных усилий и, хотя бы частично, на основе личных средств его основателей.

Финансовая сторона деятельности мелких предпринимателей совершенно не похожа на аналогичную деятельность в крупных корпорациях вследствие того, что основатель мелкого предприятия рискует своими личными средствами, и риск его, как правило, намного более высок. Вполне возможно, что целью предпринимателей является создание компаний, которые в конечном итоге станут крупными корпорациями, но не стоит думать, что на пути к этому они могут пользоваться теми же финансовыми инструментами, что и крупные фирмы. Рынок ценных бумаг и облигаций для них закрыт, обычные банковские кредиты получить нелегко, а если и можно, то в меньшем объеме, чем им бы хотелось.

Как бы там ни было, предпринимателям, достигшим успеха, удалось обойти препятствия, воздвигнутые на их пути общественными институтами. Раньше предпринимателей было меньше, чем сегодня, и самые богатые из них часто служили источником средств для вновь появляющихся бизнесменов.

В последнее время Запад стал свидетелем широчайшего распространения предпринимательства – явления, которое представляет своего рода демократизацию в сфере бизнеса. Экономическая свобода,

возможность политического выбора и всеобщее образование, часто в области высоких технологий, привели к появлению огромного числа людей, желающих создать свое собственное дело. Как ни странно, но растущая безработица на Западе также стимулировала предпринимательство: уверенность в том, что работа в крупной корпорации дает автоматическую гарантию занятости, была поколеблена, многие служащие корпораций вынуждены были уйти в сферу мелкого бизнеса.

Конечно, предприятия могут создаваться и создаются не только свободными предпринимателями. Так, небольшие фирмы могут основываться правительствами, часто путем приватизации государственных предприятий. Крупные корпорации могут создавать филиалы или совместные предприятия. Но эти механизмы не являются доминирующими в динамично развивающихся и саморегулирующихся экономических системах. Важнейшим элементом изменений и экономического роста на Западе является создание тысяч и тысяч новых мелких предприятий свободными предпринимателями.

Большинство из этого огромного числа новых предприятий, как правило, терпит неудачу и исчезает. Одни объявляют себя банкротами, другие самоликвидируются, когда становится ясно, что надежды на успех не сбудутся. Но достаточное число предприятий работают успешно, создавая новые рабочие места, новые области деятельности и новую добавленную стоимость, в которой нуждается современная экономика.

Реакцией общества на развитие предпринимательства стало создание и расширение фондов венчурного, или рискованного капитала, специально предназначенных для предпринимателей, стремящихся расширить свое дело. Инвестируя капитал в мелкие предприятия, владельцы венчурных фондов идут на гораздо больший риск, чем если бы они вкладывали средства в банки, но при этом они надеются получить более высокую прибыль и полагаются на множество механизмов, снижающих вероятность неудачи и повышающих степень успеха.

Главная цель многих предпринимателей – достичь личного успеха с помощью предприятия, которое они создают. Один из возможных путей достижения этой цели – многократное увеличение стоимости акций предприятия с помощью их выпуска в обращение на фондовой бирже, что означает переход от частной компании к акционерному обществу открытого типа. Другой путь – продажа предприятия (полностью или частично) какой-нибудь крупной корпорации. Однако

далеко не все предприниматели стремятся к созданию крупных фирм или обогащению за счет продажи акций. Значительная часть компаний, возможно, даже большинство, создаются для того, чтобы в конечном итоге удовлетворить профессиональные амбиции своих основателей и, конечно, обеспечить приличный уровень жизни, приятное положение в обществе и свободу от начальства. К этим побудительным мотивам иногда добавляется желание основать нечто вроде семейной деловой династии.

Такие частные или семейные компании чрезвычайно трудно купить: они не хотят афишировать себя, а огромные суммы денег, предлагаемые владельцам потенциальными покупателями, не являются для них достаточным стимулом. Собственники таких фирм, которые, как правило, являются их управляющими, уже достаточно обеспечены и желают жить и дальше так, как живут.

Несмотря на существование значительного числа таких компаний, основное внимание в этой книге сосредоточено на тех предприятиях, которым судьбой уготовано развитие и которым приходится думать о привлечении нового капитала либо путем изменения формы собственности, либо путем увеличения числа собственников.

Кто такой предприниматель? Это человек с блестящей деловой идеей и огромным оптимизмом, а также желанием заставить свою идею работать, то есть удовлетворить с ее помощью потребности клиентов и получить прибыль. Предприниматель всегда новатор. Как правило, это человек с техническим образованием, который изобретает новый продукт или услугу. Часто это человек, у которого возникла хорошая идея, и он хочет реализовать ее на своем предприятии с помощью коллег, отвечающих за техническую сторону дела.

Предприниматель – человек с оригинальным мышлением, индивидуалист, созидатель, который безоглядно верит как в свою идею, так и в свою способность претворить ее в жизнь. Предприятие создается им как средство реализации потенциала идеи. Предприниматель полностью отдается делу, которое он сам основал, и с помощью этого дела он в значительной степени удовлетворяет свои личные притязания. Он верен своему делу бесконечно и полностью управляет им, по крайней мере, сначала.

Предприниматель четко представляет себе, какой он хотел бы видеть свою компанию (часто затрудняясь выразить это в виде количественных показателей). Он полагает, что будет оперативно реагировать

на изменяющиеся условия хозяйствования и открывающиеся возможности, постоянно держать руку на пульсе событий и не зависеть ни от кого, кроме ближайших сподвижников и клиентов. Позже к нему приходит и чувство ответственности за своих работников.

Неотъемлемой чертой развивающейся компании является потребность в дополнительном финансировании. Даже в период роста компании должны приносить и приносят прибыль, но их потребности в средствах, связанные с развитием, без сомнения, превышают поступления от текущей хозяйственной деятельности. Поэтому предприниматель вынужден обращаться к внешним источникам капитала, в качестве которых почти неизменно выступают крупные компании – финансовые (в том числе венчурные фонды), производственные или коммерческие фирмы, принадлежащие к корпоративному типу культуры (схема 1).

СОЗДАНИЕ КОМПАНИИ:

Формирование собственного капитала

ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ В КАЧЕСТВЕ МЕЛКОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

(на этом этапе развития остаются многие фирмы):

Получение банковских кредитов

- у обычных банков
- у специализированных банков
- по результатам хозяйственных операций
- под залог активов

УКРУПНЕНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ, ПРИВЛЕЧЕНИЕ ВНЕШНИХ ИНВЕСТОРОВ:

Вовлечение в бизнес капиталов «пассивных партнеров»

Привлечение венчурного капитала:

- выпуск привилегированных акций
- использование венчурного капитала для выкупа части компании ее руководством.

Привлечение новых партнеров, превращение в акционерное общество открытого типа:



Схема 1. Этапы развития предприятия, источники финансовых средств

Предприниматели всегда готовы идти на риск и, когда появляется такая возможность, стремятся получить дополнительные финансовые средства извне. Крупные корпорации в принципе не склонны к риску. Кроме того, они реже обращаются к внешним источникам финансирования, поскольку заранее аккумулируют ресурсы для решения проблем, которые могут возникнуть в будущем.

Обращаясь к внешним источникам капитала, предприниматель может еще не знать, как лучше финансировать предприятие: за счет кредита или выпуска акций, но он всегда чувствует, что не хочет выпускать из рук бразды правления своей компанией. Надо сказать, что в этом отношении он может рассчитывать на полное понимание внешних инвесторов, которые, вероятнее всего, предложат ему сохранить обязанности по управлению компанией, согласившись, однако, на контроль с их стороны.

Предпринимателю предложат составить бизнес-план, включающий информацию о предполагаемой доле рынка, объеме реализации продукции, разработке новых видов товаров или услуг, финансовых и других ресурсах, необходимых для производства и сбыта и, естественно, прогноз поступлений наличных средств (глава 4). Его попросят провести анализ дисконтированного потока платежей и рассчитать внутреннюю норму доходности предприятия (глава 3). Многие из этих понятий окажутся совершенно новыми для предпринимателя, но он сделает все возможное, чтобы разобраться в них, поскольку поймет, что без формального плана ему не получить дополнительных средств.

Итак, он составит план, который будет долго кочевать между ним и его потенциальным инвестором, пока последний не останется им удовлетворен. Что касается предпринимателя, то вся эта затея может казаться ему чем-то никчемным, так как он полностью уверен, что его успех в будущем зависит от конкретных событий и отношений с клиентами, и само слово «прогноз» будет звучать для него по меньшей мере странно. Возможно именно поэтому такой финансовый документ, как бизнес-план, чаще называется не прогнозом, а ориентировочным расчетом.

Внешние инвесторы всегда вносят изменения в методы управления компанией. Предметом их особых забот является финансовая отчетность фирмы. Чаще всего они рекомендуют своего человека на место финансового директора предприятия. Устанавливается система регулярных планерок и отчетов о проделанной работе. Там, где когда-то преобладали чутье и индивидуальность, появляются элементы формализма.

Очень часто резкие изменения в стиле и системе управления приводят к трениям, которые, впрочем, не являются единственным источником новых проблем для предпринимателя. Могут появиться расхождения относительно целей, например, о времени выхода на определенный уровень рентабельности, о размере прибыли, о том, будет ли прибыль поступать в виде наличных или нет, и о способах превращения возрастающей стоимости активов в наличность и т.д. Очень вероятно, что с той или другой стороны появятся какие-то тайные планы и ни одна сторона не захочет полностью раскрывать того, что она ожидает от возникшего партнерства. Многие предприниматели могут с удивлением обнаружить, что теперь их вынуждают диверсифицировать производство или идти на такие размеры приобретений, которые намного превышают масштабы их первоначальной деловой идеи. Не исключено, что им придется помогать какой-то «сестринской компании», о которой они почти ничего не знают и которая их мало волнует.

Трения, которые могут возникать между предпринимателем и организациями, которые являются для него источником дополнительного капитала, в значительной степени определяются общими различиями в культуре корпораций и культуре индивидуально-предпринимательской деятельности.

В таблице, приведенной ниже, мы попытались сравнить некоторые параметры, характеризующие эти два типа культур.

Как видно из верхней части, процессы принятия решений в крупных корпорациях отличаются от процессов принятия решений на мелких предприятиях.

Крупный инвестор может скрывать свои реальные цели как во время переговоров об осуществлении инвестиций, так и в дальнейшем, в то время как предприниматель, горящий желанием реализовать свои идеи, ни от кого не скрывает своих целей.

Процесс принятия решений внешними инвесторами при поиске объекта для инвестиций или при внедрении каких бы то ни было нововведений на предприятии осуществляется на основе научных моделей, формальных методов анализа и строго определенных процедур. В противоположность этому предприниматели чаще всего считают, будто бы они сами знают, что следует делать и как будут идти дела.

Все необходимые формальные процедуры используются корпорациями и в среднесрочном планировании, а также при составлении бюджетов на каждый год. В то же время предприниматель привык ориентироваться в большей степени на свою интуицию. Именно

интуиция позволяет ему быстро реагировать на изменяющиеся обстоятельства, новые осложнения или возможности.

Основные характеристики корпоративной культуры
и культуры свободного предпринимательства

Стиль руководства	Корпорации	Свободный предприниматель
Процесс принятия решений	Использование скрытых (тайных) целей и планов	Открытая деятельность, ориентированная на цели, ясные для всех. Использование того, что знает и умеет предприниматель
	Использование научных методов, жестко регламентированных процедур	
	Использование формальных методов планирования	Интуиция, быстрая реакция на события
	Санкции по отношению к предпринимателю: обращение привилегированных акций в обычные, смена руководства	Негативный стимул: боязнь потерять контроль
	Команды работников взаимозаменяемы, труд обезличен	Успех предприятия зависит от конкретных людей; владелец работает с полной самоотдачей
Установки, методы руководства	Использование жестких систем контроля	Полная свобода деятельности
	Использование альтернативных инвестиционных стратегий	Стремление к достижению единственной цели
	Установление лимитов времени на реализацию проектов	Отсутствие ограничений в затратах своего времени
	Взгляд на предприятие как на одну из сфер вложений своего капитала	Связывает с предприятием свою жизнь, полностью отвечает за служащих
	Акцент на формальный анализ ситуации, исключая личный фактор	Акцент на «живое» руководство реальными людьми

Внешние инвесторы всегда хотят обезопасить себя на случай, если предприниматели не выполняют своих обязательств: нередко они предоставляют свой заем или покупают привилегированные акции на условиях их возможного обращения в обычные, что дает возможность получить контрольный пакет акций и сменить в случае необходимости руководство предприятия. Выбор такой санкции неслучаен, ведь больше всего на свете предприниматель боится потерять контроль над своим предприятием.

Мир корпораций смотрит на управляющих как на нечто, чему очень легко найти замену; если какой-то руководитель или вся команда плохо справляются со своими обязанностями, на их место всегда найдутся другие. Для предпринимателя же предприятие и он сам – это одно целое, его самоотдача не знает границ.

В нижней части таблицы проводится сравнение некоторых различающихся установок и методов руководства. Так, желание кредиторов осуществлять постоянный контроль за компаниями, которым они ссужают свой капитал, противопоставляется желанию предпринимателя-основателя сохранить свободу. Одним из важных различий корпоративной и индивидуально-предпринимательской культуры является оценка крупными корпорациями целесообразности инвестиций, рассмотрение различных альтернатив вложения средств, в то время как предприниматель, как правило, «зациклен» на желании воплотить свою мечту и поэтому не склонен анализировать иные альтернативы.

Внешние инвесторы рассматривают мелкое предприятие, в которое они вкладывают средства, как временный объект капиталовложений. Срок проекта обычно определяется в четыре-семь лет. Предприниматели связывают с предприятием всю свою жизнь.

Внешний инвестор относится к капиталовложениям в мелкое предприятие лишь как к части своего портфеля инвестиций и для него важнее всего, чтобы эти инвестиции вписывались в общую финансовую стратегию корпорации. Предприниматель же не может так хладнокровно относиться к своему детищу. Кроме того, он несет ответственность за своих служащих.

В центре внимания крупных корпораций находятся, прежде всего, финансы и имущество предприятия, от персонала требуются лишь определенные технические и управленческие навыки, позволяющие проводить анализ финансового состояния и распоряжение имуществом. Эти функции как бы обезличиваются и существуют независимо от конкретных исполнителей. Деятельность же предпринимателя

в высшей степени персонализирована: он управляет конкретными живыми людьми.

Корпорации постепенно создают свою культуру. Сильные руководители могут оказывать значительное влияние на культуру своих компаний и, если они работают на своих постах достаточно долго, то именно они формируют ее. И тем не менее, культура корпорации не зависит от одного человека – она существует внутри компании как живой самостоятельный организм. Существует множество примеров того, как, оставшись без сильного руководства, корпорации страдают от так называемого функционаризма. Понятие «функционаризм» введено авторами для описания поведения и отношения к работе «функционанеров», то есть людей, которые работают строго по правилам с минимально возможными затратами сил и времени. У них отсутствует инициатива, они не реагируют на запросы и потребности клиентов. Функционеры встречаются повсюду, но чаще в странах с чрезмерным государственным контролем. Руководство корпораций делает все возможное для того, чтобы создать культуру, в корне отличающуюся от функционаризма, повысить интерес к работе и инициативу, сделать труд эффективным. Тем не менее, преимущества, которые создаются благодаря огромным размерам корпораций, отчасти сводятся на нет их громоздкостью, неповоротливостью, что позволяет мелким и средним предприятиям находить свое место на рынке и даже конкурировать с гигантами.

В компаниях, управляемых их владельцами, фирма и владелец настолько едины, что культурой фирмы становится его собственная культура. Плохо это или хорошо, все зависит от его умений и качеств. Когда предприятие успешно минует фазу основания и имеет отличные перспективы роста, главным становится соответствие его управленческих способностей потребностям развития компании.

Различия в культуре не должны мешать взаимодействию партнеров: обе стороны нужны друг другу, и от успеха их сотрудничества в значительной степени зависит экономический прогресс. Предприниматели и корпорации должны стремиться лучше понять друг друга, больше узнать о языке и образе мышления партнера. Несмотря на все различия, взаимовыгодное сотрудничество вполне реально.

Попытаемся подытожить то, что мы уже сказали о предпринимателе. Итак, можно выделить две основополагающие характеристики, которые определяют само понятие «предприниматель»:

1) предприниматель вкладывает свои собственные средства и время в предприятие, которое он создает или покупает с помощью (или без помощи) партнеров;

2) предприниматель является новатором, он создает нечто новое в технике, производственных процессах, услугах, в или методах сбыта; он всегда стремится к расширению своего дела и увеличению прибыли.

Можно также выделить некоторые важнейшие качества, которые, как правило, характеризуют предпринимателей, добивающихся успеха. К их числу относятся:

- целеустремленность;
- вера в свою мечту;
- преданность своей идее;
- разнообразие мотивов деятельности, как правило, они не ограничиваются желанием обогатиться;
- талант новатора в одной из сфер, связанных с предпринимательством.

Мотивы предпринимательской деятельности обобщить гораздо труднее. Можно согласиться с утверждением о том, что в основе большинства побудительных мотивов лежит удовлетворение своего «я»; правда это утверждение носит слишком общий характер. Среди примеров нефинансовых мотивов можно назвать:

- желание оставить память о себе и достичь признания в обществе;
- получение удовлетворения от самого акта созидания;
- желание помочь обществу;
- желание «сделать что-то свое».

Нередко среди мотивов преобладает стремление реализовать какое-то техническое нововведение. Такое стремление может оказаться опасным для предприятия, поскольку часто не сопровождается достаточной заинтересованностью в прибылях.

В предпринимательство приходят разные люди, и разные типы могут добиваться успехов в бизнесе. Если попытаться классифицировать предпринимателей по «происхождению», можно выделить следующие основные группы:

- «аутсайдеры»: люди скромного происхождения. В этом случае велика вероятность отсутствия специального образования. В литературе и прессе этому типу уделяется очень большое внимание, их часто выставляют как народных героев;

- «академики»: люди, преуспевшие на поприще науки и чувствующие, что должны найти иное применение своим знаниям;

- работающие или уволенные менеджеры, желающие распрощаться с жизнью наемных служащих (нередко случается при выкупе компании ее руководством);

- отпрыски богатых семей, которыми движет чувство долга, необходимости распорядиться средствами семьи;

- отпрыски семей предпринимателей, которым любовь к бизнесу передается «по наследству».

Независимо от происхождения предприниматели могут обладать или не обладать такой характеристикой, как желание разделить свою власть и ответственность с другими. Одни предприниматели стремятся к единоличному руководству, другие предпочитают все делать вместе с партнерами. Первые чрезвычайно самонадеянны, возможно, даже слишком, но часто черты предпринимателя ярче всего проявляются именно у них. Люди, предпочитающие работать с партнерами, могут не обладать такой уверенностью в себе, но зато у них достаточно здравого смысла, чтобы понять, что они не могут соединять в одном лице качества, необходимые для успеха дела. Более того, многие люди предпочитают работать вместе с друзьями, а не в одиночестве.

Может быть, потому, что в литературе чаще превозносятся предприниматели-одиночки, предпринимательское товарищество остается в тени. Однако у него имеются свои преимущества: хотя бы в том, что партнеры с самого начала дополняют друг друга, имеют установку на коллективизм и с готовностью признают свои ограничения или недостатки. Это упрощает изменения в организациях, связанные с принятием внешних партнеров, таких, например, как владельцы венчурного капитала.

Дело часто передается от поколения к поколению: передаются как сами компании, так и стремление создавать свой собственный бизнес. Многие наследники того или иного предприятия часто оказываются в ситуации, когда необходимо проявить предпринимательские качества, даже если раньше они и не испытывали в этом сильной потребности.

Глава 3

СТРУКТУРА КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЙ И ЭФФЕКТИВНОСТЬ ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ

3.1. Структура капитала

Структура хозяйственных средств, или ресурсов, которыми располагает предприятие (в бухгалтерском учете называемых активами), а также источников финансирования (в бухгалтерском учете – пассивы) может быть различной, но в наиболее общем виде она может быть представлена следующим образом:

<i>ХОЗЯЙСТВЕННЫЕ СРЕДСТВА</i>		<i>ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ (КАПИТАЛИЗИРОВАННЫЕ СРЕДСТВА, ИНВЕСТИРОВАННЫЙ КАПИТАЛ)</i>
Активы		Пассивы
Оборотный капитал	=	Долг (заемные средства)
Основной капитал		Собственный капитал

Активы компании могут обеспечиваться как собственными, так и заемными средствами. Сумма собственного капитала и заемных средств, то есть сумма пассивов, всегда равна сумме активов предприятия.

Активы используются для генерирования прибыли, а прибыль – для выплаты процентов по долгам и дивидендов на акции. Свою до-

лю прибыли забирают, конечно, и государственные финансовые органы – в виде налогов.

Активы компании подразделяются на текущие (оборотные) и основные, что соответствует понятиям «оборотный» («функционирующий») и «основной капитал».

Существует также понятие «чистый оборотный капитал». В бухгалтерском учете этим понятием обозначают сумму текущих активов за вычетом суммы всех текущих (то есть краткосрочных) обязательств. Краткосрочными считаются обязательства, подлежащие оплате в течение года.

В финансовом анализе под чистым оборотным капиталом понимается сумма текущих активов за вычетом суммы краткосрочных обязательств, по которым не выплачиваются проценты. К таким обязательствам относятся кредиторская задолженность (коммерческий кредит), задолженность по налогам и дивидендам, начисленная (но не выплаченная) заработная плата, другие накопленные обязательства. Краткосрочные обязательства, по которым выплачивается процент (например, задолженность банку), объединяются с долгосрочными обязательствами. В этой части книги, которая посвящается финансовому анализу, мы будем опираться именно на такое понимание чистого оборотного капитала¹. Терминами «долг», «долговые обязательства» мы будем обозначать кратко- и долгосрочную задолженность, по которой выплачиваются ссудные проценты.

Текущие активы (оборотный капитал) включают в себя наличные средства (деньги, находящиеся в кассе и на депозитных банковских счетах), дебиторскую задолженность (счета, предъявленные к оплате), расходы будущих периодов (или заранее оплаченные расходы, например, арендная плата, страховые взносы), материально-производственные запасы.

Текущие активы полностью потребляются и переносят свою стоимость на продукцию в течение одного года или операционного цикла (от момента приобретения запасов до момента поступления денег от продажи продукции).

¹ Следует заметить, что термин «чистый оборотный капитал» используется здесь для удобства читателя. В англоязычной литературе по финансовому анализу для обозначения того же понятия практически всегда используется термин «оборотный» или «функционирующий капитал», поскольку вся сумма текущих активов (собственно оборотный капитал) практически никогда не является предметом анализа. (*Прим. авт.*)

Такой цикл на производственном предприятии включает следующее:

- за наличные средства приобретается сырье, на которое приходят счета от поставщиков;
- сырье и материалы обрабатываются, а рабочие получают заработную плату также из наличных средств;
- в процессе производства продукция переходит из категории «незавершенное производство» в категорию «товарная продукция»;
- товарная продукция реализуется, и на нее выставляются счета покупателям;
- оплачиваются счета поставщиков за сырье;
- поступают наличные средства от покупателей за реализованную продукцию.

Очевидно, что большое значение имеет продолжительность операционного цикла. Если бы у компании была возможность отложить оплату счетов поставщиков до того момента, когда она получит деньги от своих клиентов, ее потребность в оборотном капитале была бы значительно ниже. Так и происходит в розничной торговле или на предприятиях общественного питания.

Наличные средства – это источник жизненной силы компании. Именно из этих средств оплачиваются счета и выплачивается заработная плата; получение наличных денег – конечный этап и главная цель всего производственно-хозяйственного цикла. Компания погибает, если она не в состоянии оплачивать свои счета, то есть не имеет достаточно средств в банке. Наличные средства настолько важны, что компании, накопившие кое-какой опыт, подготавливают прогнозы поступлений и выплат наличных средств (или «потока платежей»), что помогает им обеспечить свою устойчивость и рост. «Отчет о поступлении и расходовании наличных средств» теперь идет третьим в списке финансовых документов (после балансового отчета и отчета о прибылях и убытках), которые обязаны представлять акционерные общества открытого типа.

Учитывая важность наличных средств, их следует выделять из общей суммы оборотного капитала. Если это сделать, то приведенная выше модель, отражающая структуру капитала фирмы, примет следующий вид:

Активы

Пассивы

Денежные средства = Долг (заемные средства)

Оборотный капитал
за вычетом денежных средств

Основные активы = Собственный капитал
Денежные средства = Долг (заемные средства)

Оборотный капитал
за вычетом денежных средств

Основные активы = Собственный капитал

Вычитая сумму денежной наличности из текущих активов, мы получаем ту часть оборотных средств, которая находится в товарно-материальных запасах, ценных бумагах, неоплаченных счетах и т.д. Возрастание суммы текущих активов за вычетом денежных средств означает отток наличности из компании, и наоборот, уменьшение этой суммы означает приток денежных средств. Эти активы находятся под прямым контролем менеджера, ими можно управлять и тем самым регулировать поток наличных средств, поступающих в компанию.

Основные активы – это инвестиции в основные средства производства, к которым относятся, прежде всего, оборудование (как производственное, так и конторское), здания и земля. Все это может быть собственностью предприятия или взято им в долгосрочную аренду. Основные средства производства служат в течение длительного периода, и их стоимость переносится на стоимость продукции постепенно в течение всего периода их «экономической жизни». Этот процесс называется амортизацией; он означает ежегодное уменьшение балансовой стоимости основных средств и отнесение величины износа (или истощения, если речь идет о недрах) к расходам по статье «Износ основных средств». Этот вид расходов не предполагает выплаты наличных средств. Равномерное списание стоимости основных средств производства в течение всего срока их эксплуатации является простейшим и самым распространенным методом амортизации, хотя существуют и применяются и другие методы.

И текущие, и основные активы нуждаются в инвестициях капитала, а за эти инвестиции, как мы уже сказали, надо платить. Поэтому получаемые прибыли должны превышать стоимость капитала, используемого для приобретения активов. Кроме того, прибыли, которые приносят эти активы, должны быть значительно выше, чем

процент, выплачиваемый в случае помещения этих же средств в банк. Иначе те же деньги можно положить на банковский счет и получать проценты без какого-либо существенного риска.

Для проведения такого рода сравнений необходим количественный показатель, характеризующий отдачу на вложения в активы предприятия, причем желательно, чтобы этот показатель мог иметь процентное выражение – подобно показателю стоимости долга или собственного капитала. В качестве такого общего показателя (назовем его «доходность капиталовложений – *ДК*») может выступить отношение величины операционного дохода к сумме основного и чистого оборотного капитала:

$$ДК = ОД / (K_{осн} + K_{об.чист}),$$

где *ОД* – операционный доход,

K_{осн} – основной капитал,

K_{об.чист} – чистый оборотный капитал.

Операционный доход, называемый также доходом от операций, прибылью от реализации, – это доход от основной (обычной) хозяйственной деятельности предприятия до вычета налога и процентов за кредит. Его величина равна сумме выручки от реализации продукции за вычетом всех издержек, связанных с ее производством, хранением и продажей.

Величина *ДК* (как и величина операционного дохода) отражает эффективность использования активов предприятия или способность предприятия как совокупности активов и его персонала, включая руководство, приносить доход. На этом уровне анализа эффективности капиталовложений еще не учитываются ни структура инвестиций, ни налогообложение.

Перейдем теперь к анализу структуры издержек производства и ее влияния на эффективность инвестиций. При проведении финансового анализа результатов хозяйственной деятельности часто используется допущение, называемое мифом о линейности. В соответствии с этим допущением на всем протяжении периода анализа один вид издержек остается неизменным, а другой изменяется строго пропорционально объему производства: речь идет, соответственно, о постоянных и переменных издержках.

Конечно, это допущение очень условно и никогда полностью не соответствует действительности, но в ряде случаев все-таки отражает реальность, а кроме того, настолько упрощает анализ, что находит

очень широкое применение. Именно на нем основаны многие методы управленческого учета, например анализ структуры издержек производства, разработка и анализ гибких программ-смет и другие методы, которые могут быть рассмотрены в другой книге.

В соответствии с правилами бухгалтерского учета все производственные накладные расходы (которые относятся к постоянным издержкам) наряду с затратами труда и материалов (переменные издержки) списываются на себестоимость реализованной продукции, а также распределяются по счетам группы «Производственно-хозяйственные запасы», что представляет проблему для новых предприятий. Дело в том, что распределение постоянных издержек по различным статьям зависит от объема выпускаемой продукции. Конечно, объем этих расходов можно планировать, но на вновь созданных предприятиях фактические издержки могут увеличиваться из года в год такими темпами, что ранее принятая база распределения может оказаться бессмысленной. В этом случае часто используется метод так называемого прямого исчисления издержек, когда постоянные издержки вообще не принимаются в расчет, а учитываются только переменные издержки, которые непосредственно связаны с объемом произведенной продукции.

Чтобы провести финансовый анализ производственной деятельности, руководство компании должно знать базовую структуру издержек производства и ориентировочную продажную цену продукции. На основе этих данных планируются финансовые затраты на производство такого объема продукции, который можно реализовать. В случае же, когда финансовый анализ проводится по результатам прошлой деятельности, в расчет берутся фактическая структура затрат, фактические цены и уже достигнутые объемы производства.

Какими бы ни были промежуточные стадии анализа финансовых результатов хозяйственной деятельности, его конечный итог найдет свое выражение в следующих формулах:

$$B - I_{пер} = BO;$$

$$BO - I_{пост} = OD,$$

где B – выручка от реализации продукции;

OD – операционный доход (или выручка за вычетом издержек производства до уплаты налога и процентов за долгосрочный кредит);

$I_{пер}$ – переменные издержки;

$I_{пост}$ – постоянные издержки;

BO – выручка, «очищенная» от переменных издержек (сумма выручки минус переменные издержки).

Сумма выручки от реализации за вычетом переменных издержек – это маржинальный доход, важный показатель, характеризующий приток наличных средств в компанию от продажи ее основной продукции. После достижения точки безубыточности (покрытия «маржинального дохода» постоянными издержками) «очищенная» выручка представляет собой практически чистый приток денежных средств в компанию (до вычета процента по кредитам и налогов).

На основе этого показателя рассчитывается показатель «норма маржинального дохода», который представляет собой отношение выручки за вычетом переменных издержек к общей сумме выручки или, что одно и то же, отношение цены единицы реализуемой продукции за вычетом переменных издержек к цене единицы продукции:

$$v = BO/B = (B - I_{пер})/B = (Ц - I_{пер/ед})/Ц,$$

где v – норма маржинального дохода;

B – сумма выручки;

BO – выручка без переменных издержек;

$Ц$ – цена единицы продукции;

$I_{пер}$ – переменные издержки;

$I_{пер/ед}$ – переменные издержки на единицу продукции

Этот показатель может быть выражен в виде простого отношения, десятичной дроби или процента.

Каждый дополнительный доллар (или рубль) выручки увеличивает объем операционного дохода на 1 доллар (рубль), помноженный на норму маржинальный дохода. А каждый процент увеличения выручки дает гораздо больший процентный рост дохода. Это явление носит название операционного рычага. Отношение величины возрастания операционного дохода (%) к величине возрастания выручки (%) $\% \Delta OD / \% \Delta B$ называется силой операционного рычага (COP). Величина COP больше единицы.

Это отношение с помощью математических вычислений, показанных в прил. 3, можно представить как отношение выручки за вычетом переменных издержек к операционному доходу:

$$COP = BO/OD.$$

Поскольку норма маржинального дохода $v = BO/B$, то BO можно выразить через произведение ($v \times B$). Исходя из приведенного выше определения доходности $ОД$ капиталовложений,

$$ДК = ОД / (K_{осн} + K_{об.чист}),$$

$ОД$ можно выразить как произведение двух сомножителей: $ДК$ и $(K_{осн} + K_{об.чист})$.

Тогда

$$COP = BO / ОД = BO / (BO - I_{пост}) = v \cdot B / ДК(K_{осн} + K_{об.чист}),$$

или

$$\begin{aligned} COP &= \frac{\text{очищенная выручка}}{\text{операционный доход}} = \frac{\text{очищенная выручка}}{\text{очищенная выручка} - \text{постоянные издержки}} = \\ &= \frac{\text{норма маржинального дохода} \times \text{выручка (объем продаж)}}{\text{доходность капиталовложений} \times \text{сумма основного чистого оборотного капитала}} \end{aligned}$$

Такого рода анализ позволяет определить доходность капиталовложений за прошедший период, а также сделать прогноз эффективности использования активов при различных уровнях объема производства.

Теперь рассмотрим, как влияет структура капитала на вознаграждение, получаемое в конечном итоге акционерами (владельцами собственного капитала). Величина процента, выплачиваемого по займам, всегда меньше, чем отношение суммы прибыли к общей сумме капиталовложений, которая включает и заемные средства, и собственный капитал. В противном случае прекратилась бы всякая экономическая деятельность, поскольку было бы гораздо выгоднее ссужать деньги под процент, а не инвестировать их в производство. Вполне возможно, что это утверждение не относится к вновь созданным компаниям или к компаниям, функционирующим не так эффективно, как хотелось бы, но в большинстве случаев оно справедливо. Отсюда следует, что рентабельность собственного капитала (то есть отношение суммы чистой прибыли к сумме собственного капитала) будет тем выше, чем больше долг компании. Если при прежнем объеме капиталовложений в капитале компании увеличивается доля заемных средств, то даже при снижении абсолютной величины

чистой прибыли, что связано с выплатой больших процентов по займам, рентабельность собственного капитала может возрастать, поскольку сумма чистой прибыли приходится на меньший объем собственного капитала. В этом случае говорят о финансовом рычаге, повышающем рентабельность собственного капитала.

Существует показатель силы финансового рычага (*СФР*) под которым понимается отношение изменения суммы чистой прибыли, то есть прибыли после уплаты ссудного процента и налога (%) к изменению операционного дохода (%):

$$СФР = \% \Delta ЧП / \% \Delta ОД.$$

Если у компании нет долгов и, соответственно, не выплачивается ссудный процент, то ясно, что определенный процентный рост операционного дохода (то есть прибыли до уплаты налога и процентов) ведет к такому же процентному росту чистой прибыли (при условии, что размер налога прямо пропорционален размеру прибыли). Но если имеется задолженность и выплачивается ссудный процент («I»), сила финансового рычага может рассчитываться по следующей формуле:

$$СФР = ОД / (ОД - I)$$

(более подробно математические вычисления показаны в прил. 3).

Если перемножить показатели силы финансового и операционного рычагов, получим величину процента, на который возрастает чистая прибыль при каждом данном проценте возрастания суммы выручки. Но нельзя забывать, что везде речь идет о процентном возрастании, а не о росте абсолютных величин:

$$COP \cdot CФР = \% \Delta ОД / \% \Delta В \cdot \% \Delta ЧП / \% \Delta ОД = \% \Delta ЧП / \% В.$$

Важнейшим критерием эффективности деятельности компании является рентабельность собственного капитала. По этому показателю можно судить, что получают владельцы капитала – дивиденды на акции либо возрастающую стоимость активов их компании. Естественно, предприниматели, выступающие одновременно в роли руководителей компаний, владельцами (или совладельцами) которых они являются, получают и другое вознаграждение – заработную плату за выполнение управленческих функций. Но между этими видами вознаграждений существует значительное различие: то, что они получают как управляющие, является платой за проделанную работу; то, что они получают как акционеры, является прибылью на вложенный капитал.

Уровень доходности капиталовложений должен быть достаточным, чтобы обеспечить запланированный или ожидаемый уровень рентабельности собственного капитала и выплачивать ссудный процент. Иными словами, вложенный капитал должен приносить доход, по крайней мере покрывающий его общую стоимость. Если показатель доходности капиталовложений больше стоимости капитала, предприятие работает эффективно. Посмотрим, как рассчитывается общая стоимость капитала.

Одна из важнейших составляющих стоимости капитала – выплата ссудного процента. Проценты, выплачиваемые по кредитам, относятся к расходам предприятия. Поэтому они не подлежат налогообложению и вычитаются из суммы операционного дохода до того, как начисляется налог. Построим систему уравнений, показывающую соотношение между операционным доходом, прибылью до уплаты налогов, чистой прибылью и суммой выплат по процентам за кредит:

$$ОП = ОД - I;$$

$$ЧП = ОП (1 - n) = ОД (1 - n) - I (1 - n),$$

где $ОД$ – операционный доход (прибыль до уплаты ссудного процента и налога);

$ОП$ – облагаемая прибыль (прибыль до уплаты налога);

$ЧП$ – чистая прибыль (прибыль после уплаты налога);

n – ставка налога, выраженная десятичной дробью.

Последнее выражение в этой системе уравнений – $I(1 - n)$ – показывает, какой могла бы быть сумма выплат по процентам за кредит, если бы ссудный процент вычитался из суммы прибыли после уплаты налога, то есть из чистой прибыли. Эта величина необходима нам для сравнения суммы выплат по процентам с суммой чистой прибыли, остающейся в компании (нераспределенная прибыль), и суммой выплачиваемых дивидендов, поскольку и дивиденды, и нераспределенная прибыль являются составными частями чистой прибыли. Из приведенной формулы мы видим, что сумма выплат по кредитам в случае уплаты ссудного процента из чистой прибыли становится меньше. Соответственно уменьшается и стоимость долга (как отношение ежегодных выплат по кредитам к сумме долга, выраженное в процентах).

Зная стоимость долга (ставку ссудного процента), стоимость привилегированных акций (размер выплачиваемых по ним дивидендов) и

стоимость собственного капитала (ожидаемую рентабельность), а также ставку налога на прибыль и структуру капитала, можно рассчитать средневзвешенную стоимость капитала по следующей формуле:

$$СВЦК = Д \cdot 1(1 - n) + Див.пр \cdot Пр + (1 - Д - Пр)Ц_{ск},$$

где *СВЦК* – средневзвешенная стоимость капитала;

Д – доля заемных средств в общей сумме капиталовложений (выражена десятичной дробью);

l – величина ссудного процента;

Пр – доля привилегированных акций в общей сумме капиталовложение выражена десятичной дробью);

Див.пр – размер дивидендов на привилегированные акции;

Ц_{ск} – стоимость собственного капитала (ожидаемая рентабельность собственного капитала).

Если показатель *СВЦК* ниже показателя доходности капиталовложений (*ДК*), то компания работает эффективно.

Вообще показатель *СВЦК* больше подходит для анализа деятельности филиалов и отделений крупных корпораций, а не для мелких предприятий. Тем не менее, он применим и здесь: если предварительные расчеты покажут, что не превысит *СВЦК*, то нет смысла создавать компанию.

Дальше мы покажем, что вычисление *СВЦК* играет важнейшую роль в анализе потока платежей, который проводится с учетом фактора времени. А до сих пор мы анализировали затраты, которые производит компания из года в год, и полагались на бухгалтерские показатели прибыли.

3.2. Влияние фактора времени

При разработке плана вновь созданной компании или при оценке нового проекта часто требуется оценить отдачу на капиталовложения, которая будет получена через длительный период времени, например, через пять или более лет после начальных инвестиций. С этой целью используется метод, который носит название «Анализ дисконтированного потока платежей»². Этот метод основывается на

² «Поток платежей» – поток поступлений и выплат денежных средств.

одной из важнейших экономических концепций, а именно, на концепции изменения стоимости денег во времени.

Предположим для начала, что у нас в наличии имеется капитал, который может приносить ежегодную прибыль по ставке I . Если обозначить начальную величину нашего капитала как K , то величину капитала, которую мы будем иметь через n лет, можно рассчитать по формуле:

$$K_n = K_0 (1 + I / 100)^n.$$

Выражение $(1 + i)^n$ называется коэффициентом наращения.

Теперь зададим обратный вопрос: какая современная величина капитала (K_0) соответствует будущей величине капитала (K_n). Для ответа следует воспользоваться другой формулой:

$$K_0 = K_n [1 / (1 + i)^n].$$

Чтобы упростить запись, выразим отношение $I/100$ через i , тогда

$$K_n = K_0 (1 + i)^n.$$

Выражение формулы $1 / (1 + i)^n$ называется коэффициентом дисконтирования (коэффициентом приведения, дисконтирующим множителем). Этот коэффициент всегда меньше единицы, что отражает тот факт, что сумма денег, находящаяся в ваших руках сегодня, дороже той же суммы денег в будущем. Приведенная (современная) величина денежной суммы будет тем меньше, чем больше величина i (называемая ставкой дисконта или ставкой сравнения) и продолжительность периода сравнения.

Полезность метода дисконтирования определяется не столько возможностью сравнения начальной и конечной величины капитала, сколько возможностью анализа процесса наращения капитала в течение длительного периода времени. С помощью метода дисконтирования потока платежей можно привести величину всех будущих поступлений и выплат наличных средств на момент времени, совпадающий с началом потока платежей. При этом мы получим «современную величину» поступлений, то есть выразим объем средств, которыми мы будем располагать в будущем, через стоимость «сегодняшних денег». Если из современной величины всей суммы будущих поступлений (и выплат) наличных средств вычесть величину начальных инвестиционных расходов (то есть выплат наличных средств в период $= 0$), получим так называемую чистую приведенную

величину поступлений денежных средств. Если значение этой величины положительное, делать инвестиции целесообразно: в будущем инвесторы получат больше средств, чем они вложили. Ставка дисконта представляет собой надежный инструмент, с помощью которого можно учесть фактор времени при оценке своих будущих доходов.

Чем выше ставка дисконта (или темп изменения стоимости денег для инвесторов), тем ниже приведенная величина будущих поступлений наличности. Существует одно конкретное значение ставки сравнения, при которой сумма современных (или приведенных) величин поступлений равна величине начальных капиталовложений; при этом чистая приведенная величина поступлений будет равна нулю. Эта величина называется внутренней нормой доходности ($НД_e$)³. При оценке привлекательности проекта проводят сравнение $НД_e$ со средневзвешенной стоимостью капитала ($СВЦК$). Проект считается привлекательным, если, вкладывая в него средства, компания может получить большую отдачу, чем величина $СВЦК$. В этом случае чистая приведенная величина денежных поступлений, полученная при дисконтировании потока платежей по ставке, равной $СВЦК$, будет положительной, а величина $НД_e$ будет выше величины $СВЦК$.

Чем выше $НД_e$, тем больший интерес инвесторов вызывает проект (прил. 5).

Отвлечемся от математики и посмотрим более внимательно на поток платежей: из чего он состоит и в каком направлении движется. Самый общий ответ: поток платежей состоит из инвестированных средств (то есть инвестиционных расходов) и поступлений прибыли после уплаты налогов. Но такой общий ответ оставляет неясным ряд вопросов, включая вопрос о том, кто именно инвестирует средства и получает прибыль.

Методы анализа дисконтированного потока платежей были созданы для оценки привлекательности инвестиционных проектов в крупных корпорациях. У корпораций имеются большие запасы средств в виде собственного капитала, кредитов и привилегированных акций.

Корпорация выделяет средства, которые инвестируются в основные и оборотные активы, необходимые для реализации отдельных

³ Слово «внутренняя» в названии показателя «внутренняя норма доходности» подчеркивает его независимость от «внешнего» измерителя изменения стоимости денег во времени, в качестве которого выступает ставка дисконта, равная $СВЦК$.

проектов, но не распределяет денежные средства по конкретным проектам. По мере необходимости эти средства черпаются из общекорпоративной «кассы», а затем возвращаются обратно. Поэтому поток платежей по корпоративным проектам представляет собой движение денежных средств между проектом и корпорацией в целом.

Корпорации можно представить как огромные резервуары денежных фондов, источниками которых служат обычные и привилегированные акции, долговые обязательства. В резервуары корпорации стекается и прибыль от отдельных проектов. Поскольку отдельно взятый проект не является реально существующим субъектом, к которому применяется законодательство о налогообложении, налог на прибыль уплачивается корпорацией с общей суммы ее доходов по единой ставке. Несмотря на то, что отдельные проекты на разных этапах могут быть прибыльными или приносить убытки, ко всем проектам на протяжении всего периода их существования фактически применяется единая (корпоративная) ставка налогообложения.

Исходным пунктом анализа для расчета денежных поступлений по проекту является не сумма чистой прибыли, а сумма операционного дохода за вычетом налога на прибыль. Ссудный процент в расчет не принимается, поскольку его величина учитывается в стоимости капитала, которая используется в качестве ставки дисконта при анализе будущих денежных поступлений по проекту. Стоимость капитала в корпорациях также является единой для всех проектов.

Если бы бухгалтерия была основана на учете только наличных средств, то для оценки денежных поступлений по проекту достаточно было бы величину операционного дохода умножить на коэффициент $(1 - n)$, где n – налоговая ставка. Но поскольку в бухгалтерии существует такое понятие, как начисления, которые производятся без движения реальных денег, величину поступлений следует рассчитывать следующим образом.

Расчет поступлений наличных средств по проекту
(корпоративная модель)

ОД $(1 - n)$	доход от операций после вычета налога
начисленный износ	начисленный расход
величина возрастания оборотных активов (не считая денежных средств)	использование наличных средств
выручка от продажи основных активов	учитывается для устранения двойного счета

В течение всего периода реализации проекта в его основные активы могут инвестироваться дополнительные средства, а, с другой стороны, могут продаваться какие-то объекты основных средств. Связанное с этим движение наличности рассчитывается достаточно просто: из средств, дополнительно затраченных на приобретение основных активов, вычитаются поступления от их продажи. Налоги не оказывают непосредственного влияния на денежные выплаты или поступления, связанные с продажей основных средств, поскольку они уже учтены при расчете исходной суммы денежных поступлений.

Период, на который имеет смысл делать прогноз уровня дохода и поступлений наличных средств, ограничивается приблизительно пятью годами; на более отдаленное будущее прогнозировать трудно, какие бы точные методы оценки мы ни выбирали. Любые более поздние поступления наличности сводят в одну цифру, называя ее остаточной стоимостью проекта. Неточности при вычислении остаточной стоимости не играют особой роли, так как через пять или шесть лет коэффициент дисконтирования чрезвычайно мал. В корпорациях, пользуясь бухгалтерским принципом осмотрительности, при оценке проекта обычно берут заниженную цифру, а именно балансовую стоимость активов проекта. Реальная стоимость проектов, которые еще могут приносить прибыль, выше, чем балансовая стоимость их активов, но корпорации предпочитают пользоваться именно этой цифрой, чтобы не переоценить проект.

Ожидание дальнейшего прибыльного использования активов, так легко отмечаемое корпорациями при анализе эффективности проектов, имеет огромное значение для мелкого предпринимателя, который рискует своими средствами, вкладывая их в свое собственное предприятие в надежде преодолеть все препятствия и получить прибыль. У предпринимателей имеется множество мотивов для создания своего дела, но главнейший среди них – стремление создать преуспевающую компанию, которая будет продолжать существовать даже после ухода основателя.

После того как в компанию вкладываются средства, она начинает жить своей собственной жизнью. Компания может приносить прибыль или нуждаться в дополнительных средствах, но в любом случае поток наличных средств остается внутренним делом компании; к нему не имеют отношения ни другая организация, ни даже ее

собственные акционеры. Естественно, поступление наличных средств остается важнейшим показателем производственной деятельности, но этот показатель является мерой внутреннего успеха компании, а не ее успеха с точки зрения инвесторов. Часть денежных поступлений, на которую может претендовать инвестор (именно как инвестор, а не как руководитель компании), – это дивиденды. Однако в первые годы жизни компании часто не выплачивают дивидендов. У акционеров на этом этапе имеются все основания оставлять прибыль в компании, чтобы дать ей возможность окрепнуть и завоевать определенное положение на рынке.

И именно поэтому для предпринимателей важнейшей мерой успеха деятельности компании является ее стоимость через несколько лет работы. Оценка компании является важной для предпринимателя безотносительно того, желает ли он ее продать: ведь сама компания и ее стоимость – это именно то, чего он достиг на основе своих идей и в результате тяжелой работы. Ежегодный прирост стоимости компании (выраженный в процентах) в финансовом анализе означает рентабельность инвестиций для инвесторов. Об этом мы поговорим немного дальше, в специальном разделе, посвященном проблеме оценки предприятия.

Глава 4

РАЗРАБОТКА ПЛАНОВ РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ

Планы развития предприятия (для краткости будем использовать прямой перевод этого термина с английского – «бизнес-планы») составляются при создании новых предприятий, смене предприятием направления своей деятельности или вхождении в новый этап развития.

Предприятия могут разрабатывать такие планы и просто для того, чтобы хорошо представлять себе перспективу развития. Как правило, они делают это каждый год.

При разработке бизнес-планов ставятся цели, оцениваются потребности в ресурсах, а также устанавливаются сроки достижения целей с разбивкой по отдельным этапам. В бизнес-плане отражаются не только производственные цели предприятия, например, объемы реализации и разработка новой продукции, но и цели инвесторов. При этом могут особо выделяться цели различных групп инвесторов: основателей и внешних партнеров, например владельцев венчурного капитала.

Предприятие нередко создается группой партнеров: с одной стороны, предприниматели стремятся использовать сильные стороны друг друга, а с другой – часто гораздо приятнее работать с друзьями, которым доверяешь, чем совсем одному. В этом случае очень важно, чтобы еще до составления бизнес-плана между партнерами было достигнуто согласие по целому ряду вопросов, связанных с деятельностью будущего предприятия. Иногда эти вопросы выходят

за рамки устава компании. Деловое партнерство в этом отношении можно сравнить с женитьбой. Как и при женитьбе, в момент создания товарищества преобладает энтузиазм и возможность будущего «развода» не принимается в расчет. А следует задуматься и об этом. Лучше предусмотреть условия возможного разрыва заранее, пока партнеры еще остаются друзьями, чем дожидаться, когда они превратятся во врагов. Кроме того, на этом этапе гораздо дешевле обойдутся советы юриста.

Приняв решение об основании предприятия и приступая к разработке бизнес-плана, партнеры должны ответить самим себе на целый ряд вопросов стратегического характера. Вот некоторые из них.

Для чего мы пришли в бизнес?

В чем заключаются наши преимущества перед другими?

Какие задачи нам по силам?

Какого размера компанию мы хотим создать?

Какие потребности клиентов мы сможем удовлетворять?

Какие клиенты будут для нас самыми важными?

Чем мы будем отличаться от своих конкурентов?

На каком рынке мы начнем действовать и какой рынок будем охватывать в конечном итоге?

Каковы наши слабые места и главнейшие опасности?

В какой степени мы готовы поступиться своей свободой, если от этого будет зависеть доступ к финансовым, технологическим и другим ресурсам?

Как долго мы хотим заниматься этим делом?

Как мы будем выходить из бизнеса?

4.1. Быстрый и простой тест жизнестойкости

Перед тем, как приступить к осуществлению бизнес-плана, горе-предпринимателю не мешало бы пройти простой тест, чтобы увидеть, имеет ли его бизнес-модель шансы на успех. Что необходимо сделать для теста:

- оценку операционных постоянных затрат, включая амортизацию первоначальных инвестиций, обозначим ее FC1;

- оценку того, сколько предприниматель (и возможные партнеры) будет зарабатывать за аналогичную работу в качестве сотрудника, FC2 (добавим социальные сборы к FC1, чтобы достичь FC2);

- оценка отношения переменных издержек и маржинального дохода для предложенной деятельности.

Разделите FC1 и, соответственно, FC2 на коэффициент издержек, чтобы получить:

- 1) безубыточный доход без оплаты за учредителя,
- 2) безубыточный доход для учредителя, чтобы получить компенсацию примерно равную тому, что он заработал бы как сотрудник.

Он должен спросить себя, сколько времени может занять достижение двух уровней безубыточного дохода и есть ли у него возможность работать с такими доходами. Если ответ удовлетворяет его, то он может продолжить работать с данным бизнес-планом.

В большинстве случаев не рекомендуется составлять планы на слишком длительные периоды времени, а также предусматривать возможность дополнительного финансирования путем выпуска большого количества акций. Важнейшая задача для вновь создаваемого или выкупаемого предприятия – выжить в первый год своего существования или что-то около этого. Следующая задача – добиться сравнительно стабильной работы предприятия, набрать «крейсерскую скорость» и начинать приносить прибыль: на это может потребоваться от двух до пяти лет. Концепция крейсерской (то есть неполной экономической) скорости очень практична с точки зрения оценки предприятия. Когда говорят, что компания находится на стадии крейсерской скорости, это означает, что в ней уже хорошо налажен производственный процесс и достаточно загружены производственные мощности, устоялся круг клиентов, налажены отношения с поставщиками и потребителями. Только после достижения крейсерской скорости можно думать и о более амбициозных планах.

В плане вновь создаваемого предприятия требуется достаточно подробное описание компании, достигшей крейсерской скорости: производственные мощности, персонал, связи с поставщиками и оптовыми торговцами, наличие заказчиков, ассортимент продукции, рынок, техническое развитие и структура управления.

Составной частью планирования является формулирование целей для коротких промежутков времени, а также определение путей достижения этих промежуточных целей и проведение анализа финансового состояния компании на каждом из этапов. Этот способ планирования можно сравнить с постепенным прокладыванием маршрута. Одни и те же виды работ проделываются многократно, и план составляется постепенно – от одной промежуточной цели к другой.

В бизнес-плане необходимо отразить наличие всех необходимых ресурсов, а также потребности в них. Следует также показать,

каким образом будут приобретаться эти ресурсы. План должен дать ответ на все вопросы, связанные с налаживанием производства и реализацией продукции, в том числе: надо ли арендовать или построить завод, какое установить оборудование, как готовить персонал, сколько нанять работников отдела сбыта, какие договоры заключить с другими компаниями, на каких заказчиков ориентироваться, следует ли проводить переговоры о приобретении лицензий, какую систему финансового контроля и разработки новой продукции следует создать и т.д.

Перечни контрольных вопросов, на которые должен дать ответ бизнес-план, можно найти в любом учебнике по малым предприятиям. Обычно это слишком общие и перенасыщенные, а поэтому труднозапоминаемые перечни (один из них приводится в конце этой главы). В то же время содержание каждого конкретного плана должно быть уникальным: в нем должны найти отражение конкретные способы развития предприятия на всех его стадиях. Стандартные контрольные перечни могут все же оказаться полезными хотя бы для того, чтобы проверить, что ничего не упущено.

Когда будет составлен проект бизнес-плана, можно приступить к финансовому анализу проекта. Маловероятно, что вам удастся с первого захода составить прекрасный план: и поставленные вами цели, и пути их достижения будут неоднократно корректироваться с учетом финансовых ограничений, которые выявятся в процессе финансового анализа.

Таким образом, сначала предприниматели намечают направление движения и определяют, разумно ли двигаться в этом направлении, а потом отвечают на вопрос, достижимы ли поставленные цели.

Как было показано в предыдущей главе, корпорации строят оценку денежных поступлений по проектам, исходя из суммы операционного дохода после уплаты налогов. Этот метод, в принципе, применим и к мелким предприятиям, но для них он гораздо менее удобен, поэтому мелкие фирмы предпочитают использовать другой способ анализа. Метод включает в себя два этапа: а) параллельное прогнозирование основных групп данных, обычно включаемых в бухгалтерский баланс предприятия и в отчет о прибылях и убытках; б) сопоставление и корректировку полученных данных.

Для лучшего понимания этого метода необходимо раскрыть его на конкретном примере. Такой пример дается в прил. 5. Здесь мы дадим лишь общее изложение метода.

Первый этап анализа – составление начального баланса предприятия. Когда предприниматели создают компанию, они уже имеют представление о ее начальных размерах и мощностях, необходимых в течение первого года работы. Для обеспечения приемлемого масштаба производства необходим некий минимальный объем вложений в основные активы, который позволит обеспечить хотя бы минимальный уровень реализации продукции, чтобы покрыть базовые издержки производства в начальный период существования компании. На банковском счете должна находиться какая-то исходная сумма денег, а на складе – начальный запас материалов, которые должны обеспечить процесс производства и реализации. Именно такие минимально необходимые величины отражены в начальном балансе предприятия.

Параллельно с составлением начального баланса необходимо задать начальный уровень объема продаж. Ориентиром для этого может служить объем загрузки оборудования, который следует достичь через четыре-пять лет работы.

Особо следует выделить вопрос об учете расходов на оплату труда персонала. В принципе, когда проводится анализ деятельности предприятия за длительные периоды времени, заработная плата производственных рабочих относится к переменным издержкам, поскольку ее величина зависит от производственной загрузки оборудования. Но при разработке бизнес-плана на период становления компании, когда анализ проводится отдельно за каждый год, гораздо удобнее рассчитывать заработную плату персонала в зависимости от планируемых на данный год объемов производства и относить ее к постоянным издержкам.

Прочие издержки должны рассчитываться исходя из установленного объема продаж. В зависимости от объема продаж рассчитываются также основные составляющие оборотного капитала. Чтобы не перегружать баланс, вся сумма оборотных активов, за исключением денежных средств, может быть включена в него одной строкой, без разбивки на отдельные виды активов.

Полученные таким образом данные отчета о прибылях и убытках бухгалтерского баланса могут быть сведены воедино. При этом используются следующие бухгалтерские правила:

- стоимость оборудования и зданий, показываемая в балансе, снижается каждый год на сумму начисленного износа;

- цена земли учитывается по фактической цене ее приобретения;
- расходы на выплату процентов по кредитам вычисляются умножением суммы долга на ставку ссудного процента;
- сумма прибыли, облагаемой налогом, рассчитывается как разность между операционным доходом и расходами на уплату процента за кредит;
- сумма уплачиваемого налога определяется умножением налоговой ставки на сумму прибыли, облагаемой налогом; налог уплачивается при условии, что предприятие приносит прибыль; если сумма прибыли выражена отрицательным числом, налог не уплачивается;
- вся сумма чистой прибыли учитывается по статье «Нераспределенная прибыль», поскольку в первые годы работы предприятия дивиденды, как правило, не выплачиваются;
- общая сумма активов всегда равна сумме обязательств и собственного капитала;
- сумма наличных средств рассчитывается по формуле: банковский кредит плюс собственный капитал плюс нераспределенная прибыль минус основные активы минус оборотные активы за вычетом денежных средств.

Одна из целей этих математических упражнений – постараться установить, сколько денег потребуется компании, чтобы пережить худшие для себя времена. Обычно самыми тяжелыми бывают первые год-два. Предвидеть острую потребность в наличных и заранее составить финансовый план решения этой проблемы – это еще далеко не все. Главная опасность, которая чаще всего является основной причиной краха – это плыть по течению в надежде «наскрести» необходимые крохи по мере того, как фонды иссякают, а кредиторы и служащие требуют выплаты причитающихся им денег.

Составление бизнес-плана – итеративный процесс. Маловероятно, что с первой же попытки будет произведен окончательный расчет всех цифр. Прежде чем план примет нормальные очертания, потребуются многократное внесение изменений и притирка данных. Ориентирами при этом будут служить минимально необходимый на каждом этапе объем наличных средств и уровень доходности предприятия. В конце периода, на который составляется бизнес-план, компания должна превратиться в прибыльную, стабильно работающую хозяйственную единицу.

Излишний оптимизм и энтузиазм предпринимателей часто приводят к тому, что намечаются совершенно нереальные темпы роста предприятия. Резкий рывок или практически мгновенное достижение уровня полной загрузки производственных мощностей – дело чрезвычайно редкое в бизнесе. Чтобы предприятие выросло, требуется время. Оно уходит на то, чтобы найти покупателей и заключить с ними договоры о поставках, наладить связи с поставщиками, оптовыми торговцами и клиентами. Рост может также ограничиваться и недоступностью дополнительных средств. Среди других факторов, которые могут сдерживать рост – ограниченный спрос, экономическое положение в стране, давление конкурентов (а отсюда – невозможность безгранично расширять рынки сбыта), политическая ситуация.

Кроме внешних существует еще и целый ряд внутренних факторов, которые могут препятствовать быстрому развитию. Очень трудно быстро создать крупное производство, сформировать хорошую управленческую команду, способную эффективно работать с заказчиками, поставщиками, оптовыми торговцами и даже с общественностью.

Наконец, требуется время, чтобы создать свой «имидж»: необходимо заручиться рекомендациями и оправдать их, а потом ждать, пока информация о фирме найдет своих адресатов.

Бизнес-план должен отражать все стороны деятельности предприятия. Часто предприниматели обращают больше внимания на анализ количественных показателей. Но голые цифры – это еще не все.

План должен содержать убедительную информацию о способности предприятия предложить продукцию или услуги, которые в состоянии обеспечить прибыль в условиях конкуренции. В плане должна быть отражена информация об управлении, производстве, сбыте и т.п.

В заключение хочется сказать, что реализация плана зависит от новаторского подхода предпринимателей к делу, от их напористости, энтузиазма и способности доводить дело до конца. Важна и атмосфера, в которой будет работать команда предпринимателей. Планирование если и помогает этим сторонам дела, то немного, а чаще даже мешает.

Поэтому помните, что планирование (разумеется, кроме важнейшего первого шага – формулирования общей цели и концепции развития предприятия) играет второстепенную роль и не должно быть конечной целью!

4.2. Перечень позиций, отражаемых в бизнес-плане

1. Основная цель и основания для создания предприятия (общественная потребность, удовлетворяемая благодаря конкретным преимуществам данного предприятия).

2. Место компании на существующем рынке соответствующих товаров или услуг.

3. Новые идеи, реализуемые предприятием (в технологии или организации производства, в сфере коммерции и продвижении товаров на рынках сбыта).

4. Размер и доля рынка, потребители продукции, география рынка.

5. Цели и этапы их достижения.

6. Роль Интернета и социальных сетей

7. Ожидаемые объемы продаж,

8. Ценообразование и структура цен.

9. Объем валовой прибыли.

10. Выручка от реализации за вычетом переменных издержек производства.

11. Добавленная стоимость.

12. Постоянные издержки.

13. Заказчики и конечные пользователи продукции.

14. Отчет о прибылях и убытках.

15. Приток наличных средств.

16. Налоговые льготы.

17. Способы учета износа основных средств.

18. Средства производства.

19. Альтернативные технологии.

20. Источники снабжения.

21. Количество, расстановка и подготовка персонала.

22. Структура производства.

23. Источники финансирования.

24. Продвижение и сбыт продукции.

25. Техническая поддержка.

26. Рентабельность капиталовложений.

Глава 5

ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ

Как правило, прибыльные предприятия растут или, по крайней мере, их владельцы хотят, чтобы они расширялись. Очевидно, что по мере расширения компании и увеличения объема продаж прибыль, которую уже начало приносить предприятие, будет возрастать. Для того чтобы компания развивалась и одновременно оставалась прибыльной, требуются дополнительные инвестиции: своих собственных заработанных средств, как правило, недостаточно для обеспечения возрастающих потребностей в оборотном капитале и основных активах.

Инвестиции в новые компании представляют собой инвестиции с высокой степенью риска. Действительно, если бы шансы на успех подвергались серьезной проверке, то некоторые рациональные деловые люди даже не пытались бы создавать новые предприятия. Но их толкает на риск врожденный оптимизм и вера в себя, а именно эти качества оказываются решающими для достижения успеха новыми компаниями, которые очень нужны для развития современной экономики.

Вновь создаваемые мелкие предприятия обычно финансируются из собственных средств – средств основателей и, возможно, пассивных партнеров, которые разделяют их веру в успех и «бросаются в омут» вместе с ними. Когда становится ясно, что у таких компаний появляются все шансы на успех, появляется потребность в дополнительных средствах. Обычные банковские кредиты могут оказаться недоступными или не совсем приемлемыми для них: такие кредиты выдаются, как правило, под конкретное имущественное обеспечение, а не «под компанию» в целом, и, кроме того, размер кредита может оказаться недостаточным.

Именно в такой ситуации на сцену выходит венчурный капитал. Этот капитал может использоваться и при создании компании, но в большинстве случаев вкладывается в предприятие на этапе перехода в более зрелые фазы развития, что случается, как правило, через пять-шесть лет после его создания.

Венчурный капитал часто используется и при выкупе целой компании или отдельных ее частей (отделений, заводов или филиалов) руководителями этой же компании; эти руководители становятся таким образом собственниками и одновременно управляющими компании или ее части. У служащих фирмы редко имеется достаточно собственных средств, чтобы совершить такой выкуп, и владельцы венчурного капитала закрывают эту финансовую брешь.

Венчурные компании содержат очень небольшой штат сотрудников, особенно по сравнению с размером капитала, которым они оперируют. Все их интересы сосредоточены вне их компаний; часто на работу в них привлекаются специалисты по конкретным технологиям и отраслям промышленности, в которые вкладывается венчурный капитал. Очень часто они завязывают сотрудничество с родственными компаниями – как правило, с целью снижения финансового риска.

Венчурные компании лишь управляют фондами венчурного капитала, а не владеют ими. Они получают вознаграждение от собственников капитала, размер которого зависит от результатов деятельности компании, хотя ничто не может помешать венчурной фирме вложить в эти фонды и часть своих собственных средств. Большая часть средств, которыми распоряжаются венчурные компании, поступает от банков, пенсионных фондов, крупных компаний, местных органов власти и даже от специальных инвестиционных траст-фондов (создаваемых для инвестирования на доверительной основе объединенного капитала мелких владельцев). Венчурные фонды обычно являются закрытыми в том смысле, что они не расширяются за счет новых средств на всем протяжении своего функционирования. Сразу после создания фонда его капиталы размещаются по различным проектам и формируется «портфель ценных бумаг» фонда, за которым следят как за единым целым в течение пяти или чуть более лет, а затем реализуют с прибылью для инвесторов. Довольно часто инвесторы получают прибыль и до реализации портфеля: в виде дивидендов на привилегированные акции или процентов на кредит.

Владельцы венчурного капитала делают свои инвестиции туда, куда банки (по уставу или из осторожности) вкладывать средства не решаются. В отличие от банков они могут предоставлять свои средства в кредит или приобретать обычные и привилегированные акции, не требуя при этом никакого обеспечения. Они идут на более высокий риск в надежде на более высокое вознаграждение. Что касается той части средств, которые вкладываются в покупку обычных акций и становятся таким образом частью собственного капитала других фирм, прибыль на них бывает такой же высокой, как и у основателей этих фирм: ведь цена акций за пять-семь лет многократно возрастает.

Срок от пяти до семи лет является типичным для существования венчурного фонда. Его владельцы понимают, что вкладывают деньги в предприятия только на период их перехода от одного этапа развития к другому. В конце этого периода предприятия начинают жить новой жизнью, возможно, меняют структуру своего капитала, а владельцы венчурного капитала получают свою прибыль. Процесс реализации ценных бумаг фонда и обеспечение основной прибыли владельцам венчурного капитала называется процессом выхода из бизнеса (или выводом из бизнеса своих капиталов). Существует несколько механизмов выхода, описание которых можно найти ниже.

Владельцы венчурного капитала вкладывают свои средства далеко не бездумно. Предпринимателям приходится здорово поработать, чтобы привлечь их деньги: от них требуется разработать развернутый бизнес-план и убедить потенциальных инвесторов, что они обладают необходимым опытом, квалификацией и стремлением для его реализации. Совершенно очевидно, что владельцы венчурного капитала имеют соответствующий опыт оценки бизнес-планов и шансов на успех. Кроме того, одной из сильнейших сторон людей, занимающихся вложением венчурного капитала, как правило, является умение оценить личностный потенциал предпринимателя. Именно такого рода оценка, по их мнению, должна выступать в качестве важнейшего критерия привлекательности инвестиционного проекта. Инвесторов особенно интересует, смогут ли владельцы компании расти вместе с ней и эффективно направлять ее развитие. Конечно, потенциальные инвесторы хотят увидеть в предпринимателе качества, которые позволят ему в будущем стать выдающимся руководителем большой процветающей организации. Но если они не обнаруживают таких качеств, то стараются по крайней мере понять,

сможет ли тот или иной предприниматель признать необходимость и принять профессиональную помощь, когда это потребуется, сможет ли он делегировать свои полномочия другим людям – более квалифицированным и более заинтересованным в выполнении функций повседневного управления производством.

Вот примерный перечень качеств предпринимателей, представляющих особую ценность с точки зрения владельцев венчурного капитала:

- ярко выраженный предпринимательский дух;
- знания в своей области деятельности;
- способность четко излагать свои мысли;
- хорошие перспективы роста, заложенные в главной идее, на которой основано предприятие;
- отсутствие стремления «замкнуть» все дела фирмы на себе, сосредоточив таким образом внимание на своем вкладе в деятельность предприятия, а не на его главном продукте;
- умение не идти на поводу у клиентов, занимаясь бесконечным совершенствованием продукции, что может замедлить рост компании и привести к повышению издержек;
- умение вступать в партнерские отношения;
- готовность и умение много работать;
- разумное сочетание в характере скромности и уверенности, отражающее достаточно реалистичную самооценку.

Предпринимательская идея должна быть не только хороша сама по себе, но и хорошо подана. Владельцы венчурного капитала понимают, что редко кто из предпринимателей в состоянии представить полный, идеальный по форме и содержанию бизнес-план – такой, какой мог бы составить специалист по управлению. Вместе с тем они ожидают, что предприниматель, по крайней мере, глубоко продумает основные элементы плана. В этом случае задача владельца венчурного капитала сведется к оказанию помощи предпринимателю в доведении этого плана до приемлемого состояния с тем, чтобы он охватывал все необходимые позиции и давал на все вопросы четкие, логичные ответы.

Владельцев венчурного капитала абсолютно не радуют бизнес-планы, подготовленные нанятыми для этой цели консультантами. Они скорее предпочтут получить несовершенный план, подготовленный самим предпринимателем, а потом улучшить его и хорошо оформить, чем сразу получить образцовый план, но составленный кем-то еще.

Можно выделить по меньшей мере три стадии развития молодой компании, когда она может нуждаться в венчурном капитале:

1) этап создания, когда капитал необходим для закладки основы дальнейшего процветания;

2) этап развития, на котором осуществляется переход от создания опытных образцов продукции к налаживанию процесса нормальной производственной и сбытовой деятельности;

3) этап закрепления успеха – это, как правило, непродолжительный период времени (например, год или два), за которым следует выпуск акций компании в свободное обращение на бирже; на этом этапе дополнительный капитал необходим для улучшения финансового положения и показателей финансовой отчетности, а также для улучшения производственных показателей.

Венчурный капитал используется также для выкупа компаний их руководством, а в последнее время и просто для приобретения уже функционирующих компаний другими фирмами или частными лицами.

Каждый венчурный фонд заинтересован в том, чтобы его капиталы были вложены в предприятия, находящиеся на разных стадиях развития. При этом редко кто проявляет желание вкладывать свыше 25 % средств во вновь создаваемые компании: интерес к новым компаниям в последнее время падает. Большинство владельцев венчурного капитала предпочитает вкладывать средства в разные отрасли промышленности, хотя некоторые из них специализируются на вкладах в одну отрасль. Поскольку сама деятельность владельцев венчурного капитала связана с высокой степенью риска, они стараются понизить его за счет «распределения риска» по различным отраслям.

Не все владельцы венчурного капитала придерживаются одной линии поведения или проявляют одинаковую заинтересованность к одному и тому же типу компаний. Поэтому предприниматель поступит правильно, если предложит свой бизнес-план не одному, а сразу нескольким владельцам венчурного капитала. Предприниматель должен составить небольшой список потенциальных партнеров из числа владельцев венчурного капитала и акцентировать внимание в своем бизнес-плане на тех вопросах, которые могут вызвать их интерес.

Владельцы венчурного капитала не заинтересованы в том, чтобы непосредственно участвовать в повседневном управлении компаниями, в которые они могут вложить свои деньги, для этого у них и не хватило бы персонала; более того, они хотят, чтобы владельцы

компаний с еще большей ответственностью выполняли свои обязанности по управлению. Именно поэтому владельцы венчурного капитала очень редко становятся владельцами контрольного пакета акций компаний, в которые они вкладывают свои деньги, хотя они и идут на этот шаг, если дела компании начинают ухудшаться. Обычно же они предоставляют свой капитал, либо ссужая деньги в долг, либо покупая привилегированные акции, которые можно обратить в обычные акции в случае неуплаты дивидендов, процентов или основной суммы долга.

Тот факт, что владельцы венчурного капитала сами не участвуют в повседневном управлении, не означает, что они не проявляют пристального внимания к делам компаний, в которые они вложили деньги. Они заинтересованы в том, чтобы осуществлять контроль за деятельностью компании, давать советы и, если потребуется, заставить руководство принять какие-то радикальные меры. Они достигают этого участием в заседаниях совета директоров и с помощью различного рода неофициальных контактов, но главным образом – путем назначения своего человека на должность управляющего финансами компании. Главной задачей этого человека становится создание такой системы учета и контроля, которая позволит быстро и правильно оценить финансовое положение предприятия. Конечно, в каком-то смысле этот сотрудник фирмы является «игроком другой команды», но в компании он действует как коллега, а не как противник: в конце концов и владельцы фирмы, и владельцы венчурного капитала – партнеры, у которых есть общий интерес.

Объем вложений венчурного капитала обычно достигает значительного уровня и иногда существенно превышает объем капитала, вложенного основателями предприятия. И это понятно: предприятия основывают, как правило, люди, сумевшие отложить какие-то деньги, работая в крупных компаниях, или специально для этого заложившие свой дом. Нельзя ожидать, что кто-то из них сможет набрать сумму в несколько сот тысяч долларов, тем более миллион или два, необходимые для расширения преуспевающего предприятия.

Вкладывая суммы, превышающие капитал владельцев, собственники венчурного капитала вместе с тем стремятся к тому, чтобы не обладать контрольным пакетом обычных акций. Для этого существует только один способ: вложить часть денег в обычные акции, но так, чтобы их доля в собственном капитале фирмы не превышала 50 %,

а остальные средства предоставить в виде займа или вложить их в привилегированные акции. Последнее предпочитают в Великобритании, поскольку там дивиденды на привилегированные акции, как и проценты по ссудам, не облагаются налогом. В других странах соображения финансового плана делают более выгодным предоставлять кредиты.

Обычным условием предоставления венчурного капитала является возможность обращения всех вложенных средств в обычные акции. Эти инвестиции осуществляются под обещание эффективной и прибыльной работы в будущем: в случае, если дела предприятия пойдут плохо, владелец венчурного капитала будет иметь все основания обратить свои средства в обычные акции, то есть фактически приобрести предприятие, чтобы спасти его. Но это крайняя мера, равносильная признанию полного провала.

Несмотря на все свое умение оценивать бизнес-планы и людей, а также на осуществление постоянного контроля за финансовым положением предприятия, владельцы венчурного капитала практически никогда не достигают полного успеха по всем своим проектам. В среднем треть инвестиций приносит им убытки, треть – очень скромную прибыль, и лишь одна треть – полный успех. Тем не менее, последние два десятилетия дела у владельцев венчурного капитала шли прекрасно, а венчурные компании стали неотъемлемой и важнейшей частью деловой жизни на Западе. Правда, они становятся немного более консервативными в своей инвестиционной политике, предпочитая вкладывать деньги в уже окрепшие предприятия, а также предприятия с меньшей степенью риска. Но их поведение часто лишь отражает общее состояние экономики на Западе.

Мы уже говорили о том, что для «выхода» венчурного капитала из предприятия, куда он был вложен, разработаны специальные процедуры. Они обеспечивают реализацию пакета ценных бумаг, принадлежащих владельцу венчурного капитала (и получение им таким образом своей основной прибыли), а также вознаграждение предпринимателей и перевод компании на новый этап развития. Наиболее распространенными способами выхода являются:

- а) размещение акций компании на бирже, то есть превращение компании в акционерное общество открытого типа;
- б) продажа всех или части акций крупной корпорации.

В США отдают предпочтение первому способу, в то время как в Европе чаще прибегают к продаже акций корпорациям. В обоих случаях появляются новые владельцы капитала, и роль основателей компании пересматривается. Возможно, они и дальше будут играть важную (но уже не главенствующую) роль в делах своей компании. А может быть, предпочтут уйти, посчитав, что отдали делу все, что могли и что в определенном смысле достигли конечного успеха: ведь они создали компанию, которая продолжает жить, при этом полностью оправдав вложения их сил и средств.

Еще одним механизмом выхода венчурного капитала является продажа (то есть возврат) всех ранее купленных акций владельцам предприятия. Этот способ приносит наименьшую выгоду и используется только тогда, когда дела идут не слишком удачно. Иногда наилучшим решением является продажа акций другой венчурной компании, которая заинтересована в поддержке предприятия на следующем этапе его развития. Например, один венчурный фонд может «вести» компанию со дня ее основания до достижения ею более или менее стабильного положения, а другой через несколько лет добьется свободной продажи ее акций на бирже.

Обычным делом как в США, так и в Европе стали выкупы компаний, целиком или по частям, ее руководством, что является прекрасным способом вдохнуть новую жизнь в организацию, а иногда и в целую отрасль промышленности, дать возможность компаниям изменить направление деятельности, дать выход предпринимательскому потенциалу, накопленному в корпорациях, позволить людям полнее реализовать себя. На каком-то этапе своего развития подразделение фирмы может оказаться более эффективным, если выделится из компании и станет независимой хозяйственной единицей. Чтобы превратить это подразделение в высокорентабельное предприятие, требуется возможность оперативно и независимо принимать решения и полнее использовать предпринимательский потенциал сотрудников. Может оказаться также, что у конкретного филиала или завода появились свои собственные цели и интересы, и связь с корпорацией ослабла.

Так или иначе, но решение отделиться может быть принято руководством подразделения фирмы (чаще всего это бывает филиал), если оно почувствует, что сбросив с себя лишние путы и громоздкую отчетность, сможет получить дополнительный стимул к работе и более оперативно реагировать на изменения рыночной конъюнктуры.

Первые шаги по вопросу такого рода выкупа, как правило, бывают самыми сложными и деликатными, поскольку в случае неудачи руководству подразделения, поставившему этот вопрос, вероятно, придется подавать в отставку. Рискованно даже упоминать об этом. Если речь идет о выкупе филиала, впервые вопрос может осторожно обсуждаться на конфиденциальной встрече директора филиала с председателем совета директоров корпорации. Тогда, возможно, председатель становится главным должностным лицом, которое в течение последующих нескольких месяцев будет вести переговоры от имени компании.

Переговоры обычно бывают длительными и сложными. Встает вопрос о суммарной стоимости филиала и сроках ее выплаты, а также о некоторых «довесках» к основной стоимости, которые хочет получить головная компания, например, о выплатах в ее пользу части будущих прибылей. Возникают споры о разделе пенсионного фонда, о том, кому принадлежат здания и активы, торговая марка и т.п.

Существенную помощь на таких переговорах может оказать независимый профессиональный специалист. В этом случае чаще всего прибегают к консультациям бухгалтеров, поскольку главным предметом спора и конечного соглашения является оценка стоимости филиала, хотя, конечно, это не исчерпывает всех проблем, связанных с выкупом. Представители венчурных компаний, капитал которых используется при выкупе, с самого начала принимают участие в этих переговорах, как правило, вместе с приглашенными для этой цели экспертами.

Роль экспертов и консультантов на этой стадии вообще неопределима. Руководители, предпринимающие попытку выкупа, по всей вероятности не имеют опыта в таких делах и, кроме того, они настолько горят желанием реализовать свою мечту, что, пытаясь побыстрее решить все вопросы, могут впустую бросать деньги. Спешить не стоит. Нужно быть готовым немного выждать, а в нужный момент удовлетворить требования головной компании, причем не обязательно переплачивая ей.

Не исключено, что в последнюю минуту может возникнуть заминка. Обычный прием продавца – сообщить о другом предложении (например, о приобретении этого подразделения другой промышленной компанией), которое является более привлекательным с точки зрения цены, чем то, о котором идет речь на переговорах. Здесь

важно не удариться в панику, поскольку вполне возможно, что такая информация – просто уловка другой стороны или, если такое предложение действительно имеется, то до окончательного решения вопроса там еще далеко. Кроме того, у руководства филиала всегда есть преимущества перед посторонним покупателем. Продав филиал на сторону, головная компания может потерять свой престиж в глазах общественности. Кроме того, она скорее всего захочет сохранить нормальные отношения с филиалом как со своим клиентом. Наконец, здесь она всегда может быть уверена в своем партнере и твердости его намерений.

При возникновении подобных заминок также важна роль привлеченных экспертов. Главные их преимущества – нейтралитет и опыт: ведь такие ситуации им не в новинку. Они способны успокоить будущих предпринимателей в момент, когда они готовы запаниковать.

В ситуациях выкупа будущим предпринимателям можно также порекомендовать вкладывать в дело значительную часть своих собственных средств, но не настолько большую, чтобы терять способность трезво судить о происходящем.

Если выкуп осуществляется группой руководителей, то «вес» того или иного инвестора в будущем руководстве должна определять доля вложенных им средств. Не исключено, что более молодой член группы, не обремененный семьей, окажется в состоянии вложить больше денег, чем действующий директор филиала. В этом случае необходимо проявить достаточную твердость в защите принципа прямой зависимости объема будущих полномочий от объема капиталовложений.

Случаи выкупа целой компании или филиала руководством обычно являются привлекательными для вложений венчурного капитала, что обусловлено двумя причинами:

- 1) за спиной у компании или филиала уже есть определенный опыт, а будущие владельцы известны, поэтому ее шансы на успех можно рассчитать с большей степенью точности;

- 2) у будущих предпринимателей уже имеется достаточный опыт руководящей работы, и, может быть, единственное, чего им не хватает (для того, чтобы продемонстрировать блестящие успехи), так это свободы действий и новых стимулов, которые раскроют их предпринимательский потенциал.

Глава 6

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Ничто не имеет абсолютной стоимости. Можно сказать, что стоимость, или ценность, любой вещи определяется ценой, которую за нее могут дать. Это в равной степени относится и к предприятиям, и к картинам, и к машинам. Стоимость компании выступает в качестве реальной величины только в том случае, если кто-то захочет заплатить за нее определенную цену, а владелец согласится ее за эту цену продать. Цена в свою очередь в значительной степени зависит от степени желания покупателя и продавца (соответственно, купить или продать), что в свою очередь определяется множеством факторов, например, наличием у них альтернатив и т.д.

Немаловажную роль в вопросах покупки или продажи компаний играет фактор моды, поскольку бывают времена, когда предприятия тех или иных отраслей промышленности становятся особо привлекательным приобретением. Последним примером тому служат табачная и пищевая отрасли промышленности; несколько ранее, в 1980-е годы, особенно популярными на Западе были покупки предприятий лакокрасочной промышленности.

Эти замечания относительно важности баланса спроса и предложения при определении цены имеют целью показать, что цену нельзя просто рассчитать; ее можно установить лишь в процессе переговоров между продавцом и покупателем. А поэтому предлагаемые здесь формальные методы оценки компаний могут лишь дать основу для начала переговоров о цене.

6.1. Оценка по чистой балансовой стоимости

Первый уровень оценки стоимости фирмы - оценка по ее балансу. По данным баланса рассчитывается показатель, называемый «чистая балансовая стоимость компании» (то есть чистая стоимость имущества, объем собственного капитала). Чистая балансовая стоимость определяется вычитанием всей суммы обязательств (включая стоимость привилегированных акций) из суммы активов компании:

$$\begin{array}{l} \text{Чистая балансовая} \\ \text{стоимость компании} \\ \text{(чистая стоимость имущества,} \\ \text{собственный капитал)} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Сумма активов минус} \\ \text{сумма обязательств} \end{array}$$

В частных компаниях закрытого типа, где все акционеры являются партнерами (чаще всего это аудиторские, консультативные и брокерские фирмы), операции по передаче акций из одних рук в другие, как правило, очень просты, поскольку акции продаются по их балансовой стоимости. Новый партнер выплачивает текущую балансовую стоимость акций, которые переходят к нему либо в случае выхода прежнего партнера на пенсию, либо в случае выпуска новых акций. Когда и новый совладелец захочет отойти от дел, вновь пришедшие лица или сама компания выкупят его акции, но уже по новой, скорее всего, более высокой, балансовой стоимости.

В акционерных обществах открытого типа эти операции носят более сложный характер. Для их облегчения создаются холдинговые компании, что действительно необходимо в большинстве европейских стран, где не разрешается выкупать из оборота акции своей собственной компании.

При оценке компаний по чистой балансовой стоимости могут возникнуть проблемы, связанные с некоторыми методами бухгалтерского учета. Это касается, главным образом, оценки основных средств производства. Так, стоимость оборудования отражается в балансе по цене приобретения за вычетом начисленного износа. Эта стоимость, возможно, является вполне реальной для данной компании, но может не отражать действительной ценности оборудования для будущего владельца (как правило, в силу его морального старения). В этом случае оценка по балансу может привести к переоценке стоимости активов.

При оценке земли и зданий происходит обратное. Стоимость земли и зданий отражается в балансе по цене их приобретения (только на здания в некоторых странах и лишь в некоторых случаях начисляется износ). Балансовая стоимость этих активов остается неизменной и не отражает вероятного увеличения их стоимости вследствие инфляции. В результате она оказывается ниже рыночной. Разницу между реальной и балансовой стоимостью этих видов активов называют скрытыми резервами. Эти резервы игнорируются вследствие устаревших методов бухгалтерского учета.

Такого рода неточности в оценке основных активов устраняются путем внесения в баланс соответствующих поправок⁴. А если и после внесения поправок покупатель платит цену, превышающую балансовую стоимость компании, то это означает, что компания представляет большую ценность для покупателя, чем стоимость ее имущества. Величина превышения фактически уплаченной цены над балансовой стоимостью имущества отражает способность компании (настоящую и будущую) приносить доход. Эта величина после завершения сделки учитывается по статье «Гудвилл» – либо в балансе фирмы-покупателя (если в качестве покупателя выступает крупная фирма, которая полностью поглощает более мелкую фирму и включает стоимость активов и объем обязательств поглощенного предприятия в свой баланс), либо в балансе предприятия, вновь создаваемого на базе старого⁵.

При создании нового предприятия выпускаются новые акции и берутся новые займы. Новые кредиты используются для выкупа акций у прежних акционеров и погашения прежних долгов. Таким образом, правая часть баланса нового предприятия (пассив) претерпевает существенные изменения. При этом цена, заплаченная при покупке предприятия, найдет выражение в новой сумме собственного капитала. В активе баланса изменений будет меньше: сюда переводится сумма оборотных активов и основных средств из прежнего баланса. Разница между новой суммой собственного капитала (или

⁴ Корректировка стоимости основных активов может проводиться только при продаже фирмы.

⁵ «Гудвилл» учитывается в разделе баланса, носящем название «Нематериальные активы» или «Неосязаемые активы». Нематериальные активы – это активы, не имеющие материального воплощения, но представляющие экономическую ценность. Наряду со статьей «Гудвилл» сюда включаются торговая марка, исключительные права на производство продукции или использование торговой марки, расходы по пуску предприятия. Со стоимости нематериальных активов делаются амортизационные отчисления (*Прим. авт.*).

уплаченной ценой) и чистой балансовой стоимостью активов заносится в раздел «Нематериальные активы» как «Гудвилл».

Часто бывают случаи, когда купленные предприятия не выпускают новых акций и не поглощаются полностью новыми владельцами, а продолжают функционировать как самостоятельные филиалы. Это означает, что их баланс не претерпевает существенных изменений и не объединяется с балансом нового владельца. В таком случае статья «Гудвилл» вообще не появляется ни в одном из балансов, а сумма, фактически выплаченная за акции приобретенного предприятия, учитывается в балансе нового владельца по статье «Инвестиции в дочернее предприятие».

Считается, что в случаях, когда фактическая цена существенно превышает чистую балансовую стоимость приобретаемого предприятия, лучше всего создавать новую компанию с соответствующим отражением этой величины по статье «Гудвилл».

Может случиться и так, что покупатель платит сумму меньшую, чем чистая балансовая стоимость приобретаемого предприятия. Тогда в новом балансе находит отражение только фактическая цена покупки: «Гудвилл» с отрицательным знаком в балансе, конечно, не учитывается, хотя и имеет свой смысл.

6.2. Оценка компании по ее доходу

Сам факт существования таких понятий, как «нематериальные активы», «неосязаемый капитал» является признаком того, что компания – это живое существо, что это нечто большее, чем просто имущество, которое ей принадлежит. У фирмы имеются постоянные клиенты, определенная репутация, опытные руководители и, возможно, известная торговая марка: нередко совокупность именно этих факторов делает компанию прибыльной. А прибыльность компании, в свою очередь, повышает ее цену при продаже.

Прибыльность компании легко оценить, когда она работает в полную силу, но гораздо труднее определить ее потенциальные возможности. Иногда даже убыточная компания может представлять интерес для покупателя, если он считает, что в будущем она может принести прибыль, и уж во всяком случае, всегда легче «разработать» уже существующую фирму, чем начинать все с нуля.

Для фирм, чьи акции обращаются на бирже, важным показателем успеха является соотношение рыночной цены и дохода на акцию, которое может быть выражено двумя показателями. Один из них – отношение цены акции к доходу, который соответствует объему годовой суммы чистой прибыли, приходящейся на каждую находящуюся в обращении обычную акцию. Величина этого показателя (обозначим его C_a / D_a) обычно колеблется от 6 до 16 и отражает уровень спроса, и, соответственно, цен на акции предприятий, складывающийся на рынке ценных бумаг на какой-то конкретный момент времени. В каждой отрасли обычно существует своя средняя («нормативная») величина показателя C_a / D_a , и руководство фирмы делает все возможное, чтобы показатели соответствующих предприятий не опускались намного ниже отраслевого стандарта.

Используется также и обратное соотношение, то есть отношение дохода на акцию к ее рыночной цене (D_a / C_a), обычно выражаемое в процентах. Величина этого показателя равна величине показателя рентабельности собственного капитала (который рассчитывается как отношение суммы чистой прибыли за год за вычетом суммы выплат по привилегированным акциям к собственному капиталу, то есть стоимости всех находящихся в обращении акций фирмы). Отношение C_a / D_a отражает уровень ожиданий покупателей акций относительно будущей отдачи на средства, вкладываемые в ту или иную отрасль или предприятие. Иногда кажется, что более логичным было бы соотносить с ценой акции не размер приходящегося на нее чистого годового дохода, а размер выплачиваемого на акцию дивиденда. Но такой показатель не смог бы отразить действительную прибыльность компании; ведь на практике успешно функционирующая и развивающаяся компания всегда реинвестирует хотя бы часть своей прибыли. При этом доходами владельцев акций следует считать и прибыль, распределенную в виде дивидендов, и прибыль, оставленную в компании с целью ее развития. Именно поэтому с ценой акции соотносится общая сумма чистой прибыли, приходящаяся на обычные акции, а не только полученный дивиденд.

Следует заметить, однако, что компании не могут долго накапливать прибыль, вообще не выплачивая дивидендов. На определенном этапе развития акционеры начинают требовать, чтобы руководство прекратило кормить их обещаниями еще больших доходов в будущем, а выплатило бы часть доходов наличными.

В принципе, соотношение цены и дохода на акцию может использоваться и при оценке прибыльности частных компаний, чьи акции не обращаются на бирже. Значения соответствующих показателей здесь будут приблизительно такими же.

Широко распространенным способом оценки стоимости компании при ее продаже является умножение суммы ее чистого годового дохода, приходящегося на обычные акции, на показатель C_a / D_a или, что одно и то же, деление этой суммы на показатель D_a / C_a , то есть на показатель рентабельности собственного капитала.

Без сомнения, развивающиеся компании более привлекательны для покупателя, чем компании, остановившиеся в своем росте. Фактор развития сравнительно легко учитывается при расчете цены компании. Для этого, рассчитывая цену компании путем деления суммы чистой прибыли, приходящейся на обычные акции, на отношение D_a / C_a (обозначим его k и выразим в виде десятичной дроби), введем в знаменатель величину g , обозначающую темп возрастания прибыльности за годы существования компании (эту величину также выразим десятичной дробью). Тогда:

$$\text{Стоимость компаний} = \frac{\text{Чистая прибыль} - \text{дивиденды на привилегированные акции}}{k \cdot g}$$

Но такой метод оценки нельзя использовать ни для компаний, чье будущее представляется очень неопределенным, ни для компаний, приносящих низкие прибыли только потому, что они находятся на этапе своего становления. Если прибыль – дело будущего, встает вопрос: появится ли она в результате усилий новых владельцев или в результате предшествующей работы компании. Такой вопрос переносит обсуждение проблемы определения цены компании в плоскость обсуждения проблемы участия прежнего руководства в прибыли компании в будущем. В том случае, если прежнее руководство, а иногда и бывшие владельцы, не покидают компанию, а их вознаграждение в дальнейшем будет зависеть от прибыли, приносимой предприятием, новые собственники, скорее всего, не будут торговаться, а впоследствии предоставят руководству компании значительную свободу действий.

При покупке же компании со сменой ее руководства появляется масса вопросов, которые необходимо решить после достижения принципиального соглашения о покупке. Как правило, приглашается

независимый аудитор, который проверяет бухгалтерскую отчетность со всей надлежащей строгостью. Проверяется, насколько точны данные по товарно-материальным запасам, оборудованию, дебиторской и кредиторской задолженности, нет ли каких-либо скрытых обязательств, например, связанных с судебным разбирательством.

Все это очень важно для оценки компании, и вместе с тем, даже если обнаружатся некоторые неточности в отдельных статьях баланса (разумеется, если не будет вскрыт крупный подлог), самые большие ошибки допускаются не при оценке балансовой стоимости, а при оценке положения компании на рынке, то есть при сравнении ее с другими компаниями, производящими аналогичные товары или услуги.

Является ли компания конкурентоспособной? Отвечают ли ее персонал, номенклатура продукции, технологическое оборудование требованиям сегодняшнего дня, или все это могло приносить успех лишь в прошлом? Ответ на подобные вопросы можно получить у нынешних или будущих клиентов фирмы, а также у ее конкурентов. С этими людьми требуется действительно серьезный разговор, если потенциальный покупатель не хочет покупать вслепую.

Продавец компании (или ее части) обязан подписать гарантию о том, что дела действительно обстоят так, как они представлены во время переговоров. Бывали случаи, когда покупатели требовали от продавцов дать гарантию прибыльности предприятия в будущем. Разумеется, владельцы фирмы избегают такой постановки вопроса, поскольку будущее всегда таит в себе неопределенность.

Одним из важнейших моментов в оценке компании является учет соотношения величины заемных средств, стоимости привилегированных акций и собственного капитала. Интуитивно можно предположить, что из двух компаний, приносящих одинаковую прибыль, но имеющих разную структуру капитала, компания с более высоким удельным весом заемных средств будет менее привлекательна для покупателя. В то же время оценка стоимости компании путем простого умножения суммы прибыли, приходящейся на обычные акции, на отношение C_a / D_a несколько не поможет прояснить разницу между ними. А установить эту разницу необходимо. Для этого следует «привести» уровень прибыльности компании с высокой долей в капитале заемных средств и привилегированных акций к уровню прибыльности компании, использующей такой же объем капиталовложений, но не привлекающей средства в виде кредита или привилегированных акций.

Так, если число 6 является вполне приличным значением коэффициента, на который мы умножаем величину годового дохода компании, где доля привлеченных средств составляет приблизительно 1/3 от общей суммы капиталовложений (что является средним значением этого показателя), то аналогичным ему коэффициентом для компаний с равным объемом капиталовложений, но использующих только собственный капитал, будет коэффициент 8 или 10. Не следует забывать, однако, что, умножив сумму прибыли предприятия на это число, мы получим цену, которую заплатит за предприятие покупатель, а не сумму денег, которую получит продавец, поскольку, прежде чем положить деньги в свой карман, ему придется возместить долги.

Величину чистой прибыли, которую может получить компания, отказавшаяся от использования кредитов и привилегированных акций, но сохранившая прежние объемы капиталовложений, можно рассчитать двумя способами:

$$1) ЧП_n = ЧП_\phi + I(1 - n) + Див.пр; \quad 2) ЧП_n = ОД(1 - n),$$

где $ЧП_n$ – сумма чистой прибыли, которая может быть получена при равном объеме вложений, но без использования привлеченных средств;

$ЧП_\phi$ – фактически полученная сумма чистой прибыли;

I – выплаты по процентам за кредит;

$Див.пр$ – сумма дивидендов, выплачиваемая на привилегированные акции;

$ОД$ – операционный доход;

n – ставка налога.

Такие методы расчета используются при приобретении компаний с последующим изменением структуры капитала и выпуском новых акций. Они достаточно ясно показывают, каков операционный доход предприятия и какие капиталовложения его обеспечивают. Впрочем, структура капитала старой компании никоим образом не влияет на структуру новой.

6.3. Оценка компании без учета перспектив роста

При определении продажной цены компании желательно использовать разные способы оценки, чтобы быть лучше подготовленным к

переговорам о продаже. Самое лучшее, что может сделать продавец, так это спросить себя, какую ценность компания представляет для него самого, даже если бы он не собирался ее продавать. В случае, если компания не будет расширяться или предполагается лишь незначительный рост в будущем, самым разумным представляется провести анализ дисконтированного потока платежей, получив современную величину будущих доходов. Такие расчеты дадут ответ на вопрос: что может принести предприятие, если оно останется таким, какое оно есть?

Если компания не будет нести никаких расходов на свое развитие, вся прибыль после уплаты налогов будет поступать в банк, пополняя наличные средства компании. Через какой-то промежуток времени размер инвестиций в основные средства производства сравняется с начисленным на них износом. Увеличение суммы оборотных активов (за вычетом денежных средств) будет очень мало и может не приниматься в расчет. Чистую прибыль в этом случае можно рассматривать как вечную ренту, то есть как постоянный ежегодный доход, поступающий равными долями в виде наличных средств в течение неопределенно длительного периода времени. Предположим, что весь годовой доход всегда поступает в конце года. Тогда для расчета суммарной величины дохода, полученного за n лет и приведенного на начало года, в котором он начал поступать, (D_n), можно использовать формулу

$$D_n = ЧП [1 - 1/(1 + \kappa)^n] / \kappa,$$

где $ЧП$ – сумма ежегодной чистой прибыли;

κ – ставка дисконта, в качестве которой выступает стоимость капитала (выражена в виде десятичной дроби).

Та же формула при $n \rightarrow \infty$ примет следующий вид:

$$D_n = ЧП / \kappa$$

Чтобы определить величину суммарного дохода при $n \rightarrow \infty$, приведенную на конец года, в котором он начал поступать, следует использовать формулу

$$D_n = ЧП (1 + K) / K$$

В формулу можно ввести умеренный темп роста g (также выраженный в виде десятичной дроби, его величина значительно меньше величины κ).

Величина суммарного дохода при ежегодном темпе роста g , приведенная на начало первого года, составит

$$D_n = ЧП / (\kappa - g).$$

Та же величина, приведенная на конец первого года, составит соответственно

$$D_n = ЧП (1 + \kappa) / (\kappa - g).$$

6.4. Метод оценки дополнительной прибыли («супердохода»)

Метод оценки возможности получения дополнительной прибыли («супердохода») используется, как правило, потенциальными покупателями фирмы. С помощью этого метода пытаются провести прямую оценку того, что придется заплатить за предприятие сверх его чистой балансовой стоимости (то есть оценить «гудвилл»).

Метод основан на сравнении величины «базовой прибыли», то есть минимальной прибыли, на получение которой всегда можно рассчитывать при данной сумме активов, и величины дополнительной прибыли («супердохода»), то есть того, что уже получает фирма сверх базового минимума. Величина базовой прибыли вычисляется умножением уточненной балансовой стоимости активов на ставку ссудного процента. Величина супердохода вычисляется путем вычитания величины базовой прибыли из величины фактически полученной чистой прибыли.

После этих вычислений, с помощью метода, показанного в предыдущем разделе, можно узнать приведенную величину супердохода ($СД_n$):

$$СД_n = СД / \kappa, \text{ или } СД / \kappa - g$$

где $СД$ – супердоход,

κ – ставка дисконта, в качестве которой выступает показатель рентабельности собственного капитала;

g – ожидаемые темпы роста сверхприбыли (величины κ и g выражены в виде десятичных дробей).

Как и в вычислениях предыдущего раздела, эти формулы позволяют получить величину сверхприбыли на начало базового года. Тогда:

$$\begin{aligned} & \text{Полная стоимость компании} = \\ & = \text{чистая балансовая стоимость} + \text{приведенная стоимость супердохода}. \end{aligned}$$

Этот метод оценки используется не так часто, в основном из-за необходимости использовать две ставки дисконта (величину ссудного процента и показатель рентабельности собственного капитала), но упоминание о нем полезно, так как помогает лучше понять, что же все-таки приобретается и за какую цену. Корректировка стоимости основных активов может проводиться только при продаже фирмы.

Глава 7

ОЦЕНКА РИСКА

7.1. Корпорации

В одном из разделов курса «Экономико-математические методы», который читается в школах бизнеса, студентов учат определять будущие значения различных величин (или исходы событий), а также вероятность их достижения. Перемножая вероятность достижения и значения этих будущих величин, можно получить математическое ожидание исхода, то есть наиболее вероятный исход. Предполагается, что такого рода методы должны использоваться в корпорациях для прогноза эффективности различных проектов.

На самом деле достижения этих ожидаемых величин никто не ждет. Исход может быть каким угодно, только не таким, на какой рассчитывали. А степень вероятности – это абсолютно субъективное понятие. Если бы можно было проанализировать несколько реальных ситуаций, развивающихся на протяжении длительного периода времени, то, наверное, можно было бы показать, что степень вероятности, рассчитанная математически, на самом деле не имела под собой никакой почвы. Но такой анализ не имел бы никакого практического смысла с точки зрения прогнозирования событий.

Правда состоит в том, что математические методы расчета ожидаемых величин в практической жизни почти не используются. Никто не осмеливается доверять субъективным оценкам вероятности. Тем не менее, при оценке проектов крупные корпорации обязаны учитывать и учитывают фактор риска, но делают это не на основе определения степени вероятности получения тех или иных результатов, а на основе того, что всегда готовятся к наихудшему исходу. Под проект выделяется столько средств, чтобы он смог выжить при самой пессимистической оценке исхода.

Руководители обычно оперируют такими понятиями, как «вероятно», «оптимистическая оценка», «пессимистическая оценка», никак не выражая их математически. Крах в системе этих понятий означает нечто большее, чем самый пессимистический исход. Он предполагает полный отказ от проекта и списание понесенных издержек. Всегда трудно осознать, что деньги тратятся впустую, и принять решение о прекращении новых затрат. Недаром самыми хорошими руководителями считают тех, кто умеет вовремя принять такое решение и тем самым сэкономить значительный объем средств.

7.2. Предприниматели

Оценки типа «вероятный», «оптимистический», «пессимистический» используются и мелкими предпринимателями, но при этом они, как правило, склоняются к более оптимистическим оценкам. Прекращение проекта в случае неудачи и даже само признание факта неудачи для предпринимателя гораздо более трудное дело. И на самом деле, успеха можно часто добиться даже тогда, когда все расчеты предвещают крах. Конечно, может случиться и обратное. Если бы основатели компаний действительно объективно оценивали шансы на успех (особенно в свете огромного числа неудач среди начинающих бизнесменов), то мало кто из них пошел бы на риск. Можно сказать, что какая-то доля слепоты относительно степени риска в некоторых случаях является огромным преимуществом тех, кто основывает свое собственное дело.

Итак, предприниматели не умеют оценивать степень своего риска. Но ведь они и не стоят перед выбором: создавать предприятие или не создавать, и их решение не основывается на оценке риска. Предпринимателями движет не стремление к успеху или боязнь риска, ими движет другая мощная сила – тяга к независимости, и именно она является отличительной чертой предпринимателей. Большинство из них не может работать в крупных компаниях, а если и работает, то постоянно испытывает неудобство от необходимости работать на «босса». Свобода распоряжаться своей жизнью, даже брать ответственность за неудачи, это больше чем цель, это страсть. Можно смело утверждать, что предприниматели идут на риск даже тогда, когда простой трезвый расчет требует осторожности.

В то время как предприниматели закрывают глаза на риск, корпорации и инвестиционные компании, включая владельцев венчурного капитала, используют более «трезвые», нередко математические методы анализа риска и прибыли. Риск, которому подвергается предприниматель, – это вероятная угроза разорения или понесения таких финансовых потерь, которые остановят его дело. Поскольку вероятность неудачи присутствует всегда, встает вопрос, нет ли какого-нибудь механизма недопущения полного разорения, если произойдет самое худшее? Конечно, есть. Это создание компаний с ограниченной ответственностью, которые являются основным фактором успеха рыночной экономики на Западе. Предприниматели совершают ошибку и подвергнут риску свое личное состояние, если не воспользуются преимуществами права об ограниченной ответственности или впоследствии под давлением кредиторов выдадут «личную гарантию» под кредит.

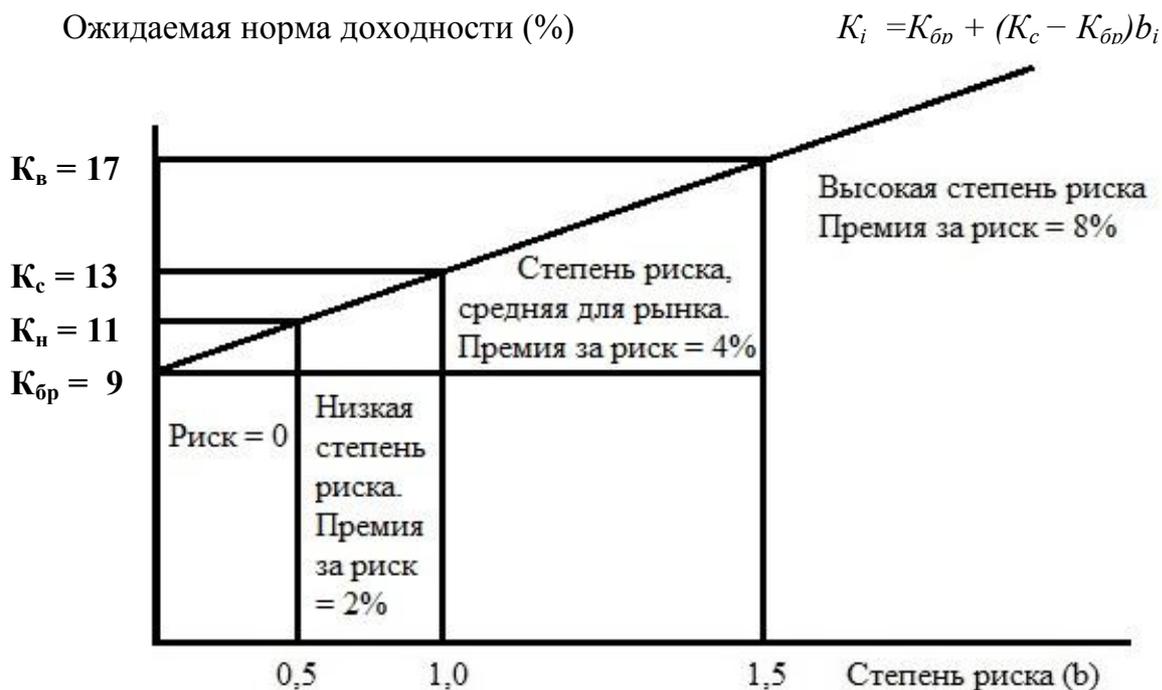
В то же время создание компании с ограниченной ответственностью – это не способ ухода от ответственности. Капиталовложения всегда осуществляются под гарантии основателей компании, даже если они не получают юридического оформления. Существуют еще моральные обязательства, особенно в компаниях с небольшим числом партнеров, где личные узы и слово все еще значат многое.

7.3. Портфели ценных бумаг

Здесь нельзя не упомянуть хотя бы вскользь о широко известном методе оценки риска при вложении средств в ценные бумаги. Метод носит название «Модель анализа колебаний цен» и основан на определении степени риска путем сопоставления колебаний цен на отдельные виды акций или стоимости всего портфеля ценных бумаг с колебанием общего уровня цен на рынке ценных бумаг за определенный период времени в прошлом. Отношение величины изменения цен на отдельные акции или цены всего портфеля к величине изменения уровня цен на рынке ценных бумаг за один и тот же период времени (изменения цен выражаются в процентах) обозначается через «бета». Чем выше значение «бета» (то есть чем в большей степени цена акций или всего портфеля ценных бумаг превышала общий уровень рыночных цен в прошлом), тем больше перспектива получить высокую прибыль на эти ценные бумаги в будущем. Вместе с величиной «бета» повышается и степень риска инвестиций.

Зависимость дохода на инвестиции в ценные бумаги от коэффициента «бета» можно выразить графически (рисунок). На этом графике на оси y откладывается средний доход на акцию или портфель ценных бумаг, который хочет получить инвестор, а на оси x – значения «бета» за данный период времени.

В каждой стране в каждый момент времени безрисковость вложений обеспечивается вложением в государственные облигации. На рисунке точка вложений с нулевым риском ($b = 0$) – это точка пересечения линии графика с осью y . Доходность инвестиций в данном случае составляет 9 %. Вместе с величиной «бета» возрастает и ожидаемая норма доходности. Превышение этой величины над безрисковой нормой называется «премией за риск». Например, при $b = 0,5$ ожидаемая норма доходности составляет 11 %, а премия за риск – 2 %. Величина премии возрастает пропорционально величине «бета». При $b = 1$ достигается норма доходности, средняя для данного рынка ценных бумаг (в данном случае 13 %).



Зависимость ожидаемой доходности инвестиций от колебаний цен на рынке ценных бумаг:

- K_i – ожидаемая норма доходности на ценные бумаги i ;
- $K_{\text{бp}}$ – гарантированная (безрисковая) норма доходности, получаемая от вложений в государственные ценные бумаги;
- K_n – низкая норма доходности;
- K_c – норма доходности, средняя для данного рынка;
- K_s – высокая норма доходности;
- b – коэффициент «бета»

Стоимость портфеля ценных бумаг постоянно увеличивается или уменьшается в зависимости от колебания цен на рынке. Если инвестор в состоянии держать свои деньги в ценных бумагах в течение длительного времени, то эти колебания не имеют для него большого значения. Но если ему срочно нужны деньги, и он не может дождаться, пока цена его портфеля снова начнет расти, такой показатель, как колебание цен на эти бумаги в прошлом, вполне пригоден для оценки степени риска.

Рамки применения этого метода довольно ограничены. Можно выделить три основных момента, по которым метод заслуживает критики, как с точки зрения корпорации, так и с точки зрения предпринимателя:

1) оценить колебания цен в прошлом – это не то же самое, что определить вероятность таких колебаний в будущем;

2) каждое конкретное событие может иметь только один конкретный исход, а поэтому оценка вероятности всегда очень субъективна;

3) успех инвестиций во многом зависит от руководства корпорации или от владельца предприятия, поэтому вероятность исхода, выраженная математически, может оказаться неверной.

Следует заметить, что степень риска, связанную с портфелем ценных бумаг, можно значительно снизить, если вкладывать деньги в разные ценные бумаги. Таким образом, задача сведется к достижению достаточной степени диверсификации инвестиций, а не к контролю за движением курса одного вида ценных бумаг.

7.4. Оценка риска владельцами венчурного капитала

Предприниматели могут сами влиять на исход событий, и это является ключом к пониманию того, как на самом деле следует оценивать риск в предпринимательстве и как он в действительности оценивается банками, которые поддерживают кредитами новых предпринимателей, а также владельцами венчурного капитала. И те, и другие уверены, что при любой степени риска бизнес-планы можно составить так, что они будут выглядеть привлекательными. Конечно, хороший бизнес-план играет очень большую роль в обеспечении финансирования, но это всего лишь необходимое, но недостаточное условие успеха. Поэтому средства выделяются лишь под очень небольшую часть даже самых привлекательных и обоснованных проектов. Решение о предоставлении средств тому или иному предприятию в огромной степени зависит от того, кто стоит за бизнес-планом. Таким образом, уже на самых начальных стадиях оценки исходят из того, что никто не будет строго придерживаться формального плана в реальной жизни, а успех в конечном итоге будет зависеть от людей, реализующих план, их настойчивости и энтузиазма, упорной работы, готовности прислушиваться к советам и т.д.

При этом среди многих качеств, которые должен продемонстрировать предприниматель, особо выделяется одно – умение руководить. Найти предпринимателя, который может стать хорошим руководителем – трудная задача, поскольку предпринимателями хотят стать не самые лучшие работники крупных компаний, а все самые способные люди уже занимают высокие посты и не собираются становиться предпринимателями. Конечно, совершенно не обязательно, чтобы будущий предприниматель уже проявил себя ранее на какой-то административной должности: речь идет о том, чтобы он был способен развиваться вместе с ростом своей компании: мог научиться принимать правильные решения, освоить новые методы руководства, а также о некоторых чисто человеческих качествах.

В качестве наилучшей характеристики личности предпринимателя, с точки зрения владельцев венчурного капитала, является желание учиться, а также умение и желание делиться своей властью и ответственностью с новыми партнерами.

Как мы уже говорили, владельцы венчурного капитала стараются также снизить риск капиталовложений путем диверсификации своего портфеля инвестиций, то есть поступают так же, как инвесторы, вкладывающие средства в покупку разных ценных бумаг на фондовой бирже. Правда, чтобы снизить свой риск, владельцы венчурного капитала уделяют гораздо больше внимания оценке риска по каждому конкретному инвестиционному проекту: они не только тщательно взвешивают степень риска до осуществления инвестиций, но и постоянно контролируют деятельность предприятия, в которое они вложили свои средства. Они всегда готовы принять меры, если дела предприятия пойдут плохо. Но тщательный контроль за каждым проектом не исключает необходимости осуществлять диверсификацию инвестиций. Если вложить все свои средства в какую-то одну отрасль, например в электронику или разработку биотехнологий, можно понести очень большие убытки, если в отрасли произойдет спад производства.

Таким образом, владелец венчурного капитала всегда стоит перед сложной дилеммой: с одной стороны, ему следует вкладывать деньги именно в ту отрасль, с работой которой он в наибольшей степени знаком, а с другой стороны, чтобы снизить степень риска, он должен максимально диверсифицировать свой портфель инвестиций. Степень диверсификации может быть повышена также за счет вложений в

предприятия, находящиеся на разных этапах своего развития, или за счет вложений в экономику разных стран.

7.5. Риск и частные инвестиции

Хотя эта тема выходит за рамки проводимого нами анализа финансовой деятельности корпораций и мелких предприятий, кое-что полезное можно почерпнуть и из области частных инвестиций. В Женеве процветают, например, частные банки, и очень богатые люди доверяют свои миллионы частным банкирам и частным специалистам по управлению портфелями ценных бумаг. Даже при том, что эти люди очень богаты, они не хотят рисковать своими деньгами. Их отношение к риску можно было бы выразить фразой примерно такого содержания: «Я так долго бился, чтобы заработать эти деньги; теперь, ради бога, не растеряйте нажитое!» Минимизация риска означает уменьшение прибыли, и поэтому максимум, что могут сделать для людей, не желающих рисковать, те, кто управляет портфелями ценных бумаг в Западной Европе, так это обеспечить им скромную чистую прибыль порядка 8 % в год (после уплаты налогов). В Соединенных Штатах также намечается аналогичная тенденция. Разбогатевшие американцы становятся чрезвычайно осторожными и согласны на скромную прибыль от безрисковых вложений, не превышающую 12 % годовых.

Гораздо охотнее и чаще на риск идут молодые люди, а также те, у кого уже есть свое дело и кто может сам влиять на величину своей прибыли. Может быть, их готовность идти на риск объясняется тем, что они надеются вовремя оказать нужное воздействие, снижающее степень риска («подналечь» и наверстать упущенное). Так или иначе, но люди с предпринимательской жилкой, привыкшие рисковать и имеющие свое дело, легко могут рискнуть и своим личным состоянием. Позже в их жизни может наступить момент, когда они почувствуют, что их главная цель достигнута, и тогда они больше уже не захотят рисковать ничем.

7.6. Риск и новаторство

В последние годы владельцы венчурного капитала значительно растеряли интерес к инвестициям во вновь образуемые компании и в предприятия, основанные на «высоких технологиях». Их опыт показал, что вероятность потерь здесь слишком высока и не перекрывается редкими случаями удачного помещения капитала.

В этом нет ничего удивительного за исключением, может быть, того, что раньше владельцы венчурного капитала все-таки вкладывали деньги в новые предприятия. До тех пор, пока идея (коммерческая или техническая), на которой основывается предприятие, не доказала своей состоятельности, инвестиции в эту идею настолько же рискованны, как и инвестиции в собственное дело: то есть можно рассчитывать на крупные прибыли в случае успеха, но зато в случае неудачи можно потерять весь свой капитал. Мы имели возможность наблюдать, как соображения типа «была не была» толкали предпринимателей на риск, хотя холодный расчет подсказывал им быть благоразумными. Ни владельцы венчурного капитала, ни тем более традиционные кредитные учреждения не могут вести себя таким образом, да от них этого и нельзя требовать.

Разумеется, предприниматели (в полном смысле этого слова) должны быть новаторами. Новаторство может проявляться и в организации производства, и в разработке продукции, и в управлении фирмой. В то же время именно новаторство, особенно ничем не подкрепленное, является тем, от чего отворачиваются нынешние владельцы венчурного капитала.

Если не поднимать вопрос о личности предпринимателя, можно выделить три вида рисков, содержащихся в новых проектах:

- а) риск, связанный с техническими нововведениями;
- б) с экономической или организационной стороной производства;
- в) риск, определяемый «молодостью» предприятия.

Чтобы основать новое предприятие, необходимо предусмотреть хотя бы одно нововведение – либо в технологии, либо в организации производства и сбыта. В середине 1980-х годов владельцы венчурного

капитала часто были готовы допустить два вида риска: риск, связанный с одним из нововведений, и риск, связанный с молодостью предприятия. Однако сегодня они не хотят сильно рисковать. Чем значительнее предлагаемое новшество, тем больше доказательств жизнеспособности этой идеи они требуют. Еще больший скептицизм владельцы венчурного капитала проявляют тогда, когда предприниматель пытается внедрить что-то новое одновременно и в коммерческой стороне дела, и в технике. В этом случае они требуют представить какие-то очень веские доказательства реальности успеха нововведения.

СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Bhide A., Sahlman W., Stancill J. & Rock, A. Harvard business review on entrepreneurship. Boston, MA: Harvard Business Press, 1999.

Bygravev. D.B. and Zacharakis A. Entrepreneurship. 3rd Ed Hoboken: Wiley, 2014.

Christensen, Clayton M. The Innovator's Dilemma: The Revolutionary Book that Will Change the Way You Do Business, Collins, 2003.

Drucker P.F. Innovation and Entrepreneurship. New York: Harper Collins, 2006.

Hamermesh, Richard G., Paul W. Marshall, Taz Pirmohamed. Note on Business Model Analysis for the Entrepreneur. Harvard Business School Press, 2002.

Hisrich R.D., Peters M.P. & Shepherd D.A. Entrepreneurship, New York: McGraw-Hill Irwin, 2013.

Leach J.C. and Melicher R.W. Entrepreneurial Finance, 5th Ed. Independence: CengageBrain, 2015.

Morris, M. H., Kuratko, D. F., and Covin, J. G., Corporate Entrepreneurship and Innovation, South-Western, Mason: OH, 2008.

Quinn M. Book-keeping and Accounts for Entrepreneurs. Dublin: McGraw Hill, 2009.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

ВИДЫ ПРЕДПРИЯТИЙ И ИХ ЮРИДИЧЕСКИЕ РАЗЛИЧИЯ

С точки зрения права можно выделить две основные группы хозяйственных единиц:

<i>Предприятия с неограниченной ответственностью владельцев</i>	<i>Предприятия с ограниченной ответственностью владельцев</i>
Предприятия, находящиеся в единоличном владении	Частные компании
Полные товарищества	Акционерные общества открытого типа

Любое физическое лицо, достигшее совершеннолетия, имеет право начать собственное дело и дать этому делу свое имя. Такое предприятие будет называться предприятием, находящимся в единоличном владении. Владелец обязан вести бухгалтерские книги своего предприятия и уплачивать налог с прибыли как свой личный подоходный налог. Индивидуальный собственник отвечает по обязательствам предприятия всем своим имуществом: его ответственность не ограничена его вкладом.

Если несколько физических лиц создают предприятие, которое не приобретает статуса юридического лица, то предприятие, как правило, называется полным товариществом или просто товариществом. Вопросы, связанные с размером вкладов партнеров, долей участия в прибылях и в управлении предприятием, оговариваются в специальном соглашении между партнерами, но перед лицом закона каждый партнер полностью отвечает по всем обязательствам предприятия (ответственность партнеров, как и в первом случае, является неограниченной).

В некоторых странах, включая США и Германию, ответственность одного или нескольких партнеров, образующих товарищество,

может быть ограничена суммой вклада, но при этом обязательно должен оставаться хотя бы один партнер с неограниченной ответственностью. Такие товарищества носят название «товарищества с ограниченной ответственностью».

Чтобы ответственность всех владельцев была ограниченной, требуется создание юридического лица, которое не отождествляется с владельцами, имеет свои права и отвечает по своим обязательствам. К предприятиям, имеющим статус юридического лица, где ответственность владельцев ограничена суммой их инвестиций в предприятие, применимы американский термин «инкорпорированный» (что означает «зарегистрированный как корпорация») и английский термин «ограниченный», что означает имеющий ограниченную ответственность.) В первом случае к названию фирмы добавляется аббревиатура «l ps», а во втором – «YsG».

Отличие частной компании от акционерного общества открытого типа состоит в том, что в первом случае вклад владельца передается по наследству или продается другому лицу (старому или новому партнеру) с согласия других владельцев; все владельцы либо принимают активное участие в управлении фирмой, либо, по крайней мере, хорошо информированы обо всех делах фирмы. Во втором случае акции предприятия свободно обращаются на бирже, а их владельцы часто меняются. Абсолютное большинство держателей акций в управлении фирмой не участвует.

В англо-саксонских странах право владельца в компаниях с ограниченной ответственностью закрепляется с помощью акций независимо от того, является ли предприятие частной компанией или акционерным обществом открытого типа. При этом в США сокращение «l ps» применимо и к частным компаниям, и к акционерным компаниям открытого типа. Поэтому можно сказать, что эти виды компаний различаются между собой не юридическим статусом, а размером и способом отчетности.

В Великобритании до середины 1980-х годов сокращение «YsG» также использовалось для обозначения и частных фирм, и акционерных компаний открытого типа. Но по настоянию Европейского сообщества для обозначения разных типов компаний в Великобритании стали использовать разные сокращения. Сокращение «YsG»

теперь используется применительно к частным компаниям с ограниченной ответственностью; акционерное общество открытого типа обозначается сокращением «ОАО». Различие в обозначениях не затрагивает, однако, юридического статуса компаний.

В странах континентальной Европы между частными компаниями и акционерными обществами открытого типа существуют и различия юридического характера. Частные компании здесь представляют собой объединения физических или юридических лиц, а акционерные общества – объединения капиталов. Частные компании обозначаются сокращениями «ООО», что означает «общество с ограниченной ответственностью», а акционерное общество открытого типа – сокращениями «ОАО» или «АО», что означает, соответственно, «акционерное общество».

В компаниях имена владельцев и размер их вклада фиксируется в уставе. Собственно акции (как документы, удостоверяющие вклад) в таких компаниях не выдаются. Смена владельца вклада означает внесение изменений в устав фирмы. Чтобы выпустить акции в свободное обращение, такие фирмы должны сначала изменить свой юридический статус. Таким образом, континентальная система делает более сложным переход к акционерному обществу открытого типа.

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

ИНФЛЯЦИЯ И НАЧИСЛЕНИЕ ПРОЦЕНТОВ

Если проценты на основную сумму инвестиций, кредита не выплачиваются сразу после их начисления, а добавляются к основной сумме, эта сумма нарастает по правилу сложных процентов. Так, размер капитала в конце n лет при номинальной норме процента I можно вычислить по следующей формуле:

$$K_n = K_o(1 + I / 100)^n$$

Выражение $(1+I/100)$ называется множителем наращения. При ставке 12 % в год множитель наращения будет равен 1,12. Тогда, чтобы вычислить размер капитала через 5 лет, основную сумму капитала надо умножить на $1,12^5$ (1,7623).

Инфляция оказывает обратное воздействие. Покупательная способность денег каждый год снижается в соответствии с темпом инфляции. Чтобы вычислить покупательную способность какой-то суммы денег, каждый последующий год ее нужно умножать на коэффициент $1 / (1 + R / 100)$, где R – годовой темп инфляции. Тогда покупательную способность исходной суммы можно рассчитать по следующей формуле:

$$K_n = K_o / (1 + R / 100)^n.$$

Если ежегодно начисляется 1 % в год, а темп инфляции равен R , то через n лет покупательная способность начальной суммы K_o составит:

$$K_n = \frac{(1 + 1 / 100)^n}{(1 + R / 100)^n}.$$

Проценты наиболее удобны для выражения темпов, но в формулах с ними трудно работать. Поэтому лучше использовать десятичные дроби.

Если отношение $I / 100$ выразить через десятичную дробь i , а отношение $R / 100$ через десятичную дробь r , то приведенная выше формула покупательной способности начальной суммы денег через n лет станет более удобной:

$$K_n = K_o[(1 + i) / (1 + r)]^n.$$

ПРИЛОЖЕНИЕ 3

ПРОИЗВОДСТВЕННЫЙ И ФИНАНСОВЫЙ РЫЧАГИ УВЕЛИЧЕНИЯ ПРИБЫЛИ

Использование рычага, выражает явление, когда относительно небольшие изменения в объеме продаж и структуре издержек производства, а также в использовании заемных средств вызывают значительно большие изменения в прибыльности предприятия. Это явление может иметь как положительный, так и отрицательный эффект. Так, компании, использующие большую долю заемных средств, могут сильно пострадать при экономических спадах.

В финансовом анализе речь чаще идет об использовании финансового рычага, что означает повышение рентабельности собственного капитала фирмы с помощью повышения доли долга в общем объеме капиталовложений. Причем при постоянном объеме капиталовложений снижение суммы чистой прибыли, связанное с выплатой больших процентов по займам, не будет снижать рентабельности собственного капитала, поскольку эта прибыль будет приходиться на меньший объем собственного капитала. В результате рентабельность собственного капитала и соответственно отношение дохода на акцию к ее цене (показатель D_a / C_a) будут возрастать.

Силу финансового рычага ($СФР$) можно выразить в виде следующих отношений в процентах:

$$СФР = ЧП / ОД = D_a / ОД = ОД / (ОД - I),$$

где Δ – величина изменения;

$СФР$ – сила финансового рычага;

$ОД$ – операционный доход (прибыль до вычета процентов на кредит и налогов);

$ЧП$ – чистая прибыль;

I – расходы на выплату процентов по кредитам;

D_a – доход на 1 акцию.

То, что в приведенных формулах величина изменений выражается в процентах, устраняет влияние величины налога. Отсутствие

влияния величины налога трудно определить без специальных расчетов, поскольку чем выше ставка налога, тем ниже размер выплат по процентам за кредит, рассчитанный с учетом налогообложения. Ниже показано, почему значение ставки налога (n) не появляется в формуле, по которой рассчитывается величина $CФР$.

$$ЧП = (ОД - I)(1 - n);$$

$$\Delta ЧП = \Delta ОД(1 - n);$$

$$\% \Delta ЧП = \frac{\Delta ОД(1 - n)}{(ОД - I)(1 - n)} = \frac{\Delta ОД}{(ОД - I)}; \quad (1)$$

$$\% \Delta ОД = \Delta ОД / ОД; \quad (2)$$

$$\begin{aligned} CФР &= \frac{\% \Delta ЧП}{\% \Delta ОД} = \frac{(1)}{(2)} = \frac{\Delta ОД}{(ОД - I)} : \frac{\Delta ОД}{ОД} = \\ &= \frac{\Delta ОД \cdot ОД}{(ОД - I) \cdot \Delta ОД} = \frac{ОД}{ОД - I}. \end{aligned}$$

$CФР$ можно рассчитать и иным способом, оперируя таким понятием, как рентабельность капиталовложений. Если

i – процентная ставка за кредит (выраженная в виде простого отношения);

D – сумма заемных средств (долг);

K – сумма основного и чистого оборотного капитала;

d – отношение суммы долга к сумме основного и чистого оборотного капитала D/K ;

I – сумма, выплачиваемая за кредит, равная ixD или $ixKxd$;

$ОД$ – операционный доход (сумма выручки от реализации за вычетом издержек производства, но до вычета налога и процента за кредит), равная $DK \cdot K$;

DK – доходность капиталовложений (или активов), равная $ОД/K$,

тогда

$$CФР = \frac{ДК \cdot K}{ДК \cdot K - i \cdot K \cdot d} = \frac{ДК \cdot K}{K(ДК - i \cdot d)} = \frac{ДК}{ДК - i \cdot d}.$$

или

$$CФР = \frac{\text{Доходность капиталовложений}}{\text{Доходность капиталовложений} - \text{процентная ставка на кредит} \times \text{доля долга в капитале}}.$$

Понятие рычага используется также, чтобы показать, как влияют на прибыль предприятия изменения в объеме продаж и структуре издержек производства. «Сила операционного рычага» (*СОР*) может быть выражена в виде следующих отношений:

$$COP = \% \Delta OД / \% \Delta B = BO / OД = BO / (BO - I_{пocm}),$$

где *OД* – операционный доход, $OД = B - И = B - (И_{неp} + И_{пocm})$;

B – выручка (или объем продаж); *I_{пocm}* – постоянные издержки производства; *BO* – сумма выручки без переменных издержек ($B - И_{неp}$).

Если показатель «маржинальный доход» (BO/B) обозначить как *v*, то переход отношения $\% \Delta OД / \% \Delta B$ в отношение $BO/OД$ может быть доказан следующим образом:

$$OД = v \cdot B - I_{пocm}; \tag{1}$$

$$OД + \Delta OД = v(B + \Delta B) - I_{пocm}; \tag{2}$$

$$\Delta OД - v \cdot B + v \cdot \Delta B - v \cdot B - I_{пocm} - I_{пocm} = v \cdot \Delta B; \tag{2} - (1)$$

$$\% \Delta OД = \Delta OД / OД = v \cdot \Delta B / OД;$$

$$\% \Delta B = \Delta B / B;$$

$$COP = \frac{\% \Delta OД}{\% \Delta B} = \frac{\Delta OД}{OД} \cdot \frac{\Delta B}{B} = \frac{v \cdot \Delta B}{OД} \cdot \frac{B}{\Delta B} = \frac{v \cdot B}{OД} =$$

$$= \frac{\ll \text{Очищенная} \gg \text{ выручка}}{\text{Операционный доход}} = \frac{\ll \text{Очищенная} \gg \text{ выручка}}{\ll \text{Очищенная} \gg \text{ выручка} - \text{постоянные издержки}}.$$

ПРИЛОЖЕНИЕ 4

ВЫЧИСЛЕНИЕ СРЕДНИХ ВЕЛИЧИН И ТЕМПОВ РОСТА

Темпы роста

Овладение расчетами, связанными с ежегодными приростами различных величин, совершенно необходимо всем тем, кто имеет отношение к предпринимательству.

Большая часть расчетов, предложенных ниже, относится как к вычислению ставок сложных процентов, так и к вычислению темпов роста различных величин по правилу сложных процентов. И то и другое обычно выражается в процентах в среднем за год.

Самое важное, чему надо научиться, когда имеешь дело со сложными процентами, – это перестать рассчитывать их поочередно, год за годом, постепенно прибавляя нужные величины, а перейти к умножению исходной величины на соответствующий коэффициент.

Обозначим ставку процента как I , а среднегодовые темпы роста как g . Каждый год капитал или какая-то другая исходная величина возрастает в соответствии с коэффициентом $(1 + I/100)$, или $(1 + g/100)$. Добавляемые проценты можно выразить в виде множителей, например:

- + 10 % \longrightarrow $\times 1,1$;
- + 100 % \longrightarrow $\times 2$;
- +150 % \longrightarrow $\times 2,5$;
- 10 % \longrightarrow $\times 0,9$ (величина уменьшается);
- 60 % \longrightarrow $\times 0,4$ (величина уменьшается).

Поскольку накопление охватывает несколько периодов (обычно лет, но не обязательно), начальная величина умножается на соответствующий множитель число раз, равное числу периодов. Предположим, что число лет равно n , тогда множитель возводится в степень n .

Кроме устаревших методов расчетов с использованием логарифмических линеек есть еще несколько способов расчетов накоплений:

- с помощью простого калькулятора, где постоянная (k -функция) используется нажатием соответствующей кнопки n раз;

- с помощью математических калькуляторов, где сначала вводится соответствующий множитель, нажимается кнопка «inverse», затем задается команда умножения, которая повторяется n раз;

- с помощью специальных таблиц, где требуется разыскать соответствующее значение.

Все то, что сказано выше, можно использовать для расчета прироста капитала или объема продаж (выручки) за несколько лет:

$$K_n = K_0 (1 + I / 100)^n,$$

где B_0 – первоначальная сумма капитала;

K_n – наращенная сумма за n лет;

или

$$B_n = B_0 (1 + g / 100)^n,$$

где B_0 – объем продаж (выручка) в году 0;

B_n – объем продаж в году n .

Можно проводить и обратные расчеты, то есть вычислять современные величины на основе их будущих значений.

Если объем продаж, спрос или капитал возрастали в течение n лет, то этот рост можно выразить в виде среднего годового процента. Вычисления следует проводить с помощью соответствующих коэффициентов. Если это рост, то коэффициент больше единицы, и наоборот.

Чтобы вычислить ежегодный коэффициент прироста какой-то начальной величины за период n , следует возвести в степень $1/n$ («один на n ») отношение конечной величины к начальной величине.

Труднее проводить эти расчеты, если имеешь только калькулятор с k -функцией. В этом случае можно использовать лишь метод проб и ошибок. Однако другие методы из перечисленных выше одинаково просто использовать для расчетов в обоих направлениях.

Относительные изменения в сомножителях

Часто приходится решать следующие задачи:

1. Дано: выручка = цена единицы продукции × объем реализованной продукции.

Спрашивается: если выручка выросла на 10 %, а цены упали на 5 %, то насколько изменился объем продаж?

2. Дано: издержки производства = объем продукции × объем ресурсов, затраченных на единицу продукции × цена единицы ресурсов.

Спрашивается: если известны изменения (%) в трех из четырех составляющих этого уравнения, то как изменится четвертая составляющая?

Кое-кто в состоянии сразу же назвать результат этих расчетов, например, в первом случае ответ должен быть $1,1/0,95$, или $+15,8\%$.

Более строгий подход требует составить два уравнения:

$$(1) B_2 = C_2 \times V_2 \quad \text{и} \quad (2) B_1 = C_1 \times V_1,$$

где B – сумма выручки;

C – цена за единицу продукции;

V – объем производства.

Затем делят (1) на (2) и получают:

$$B_2 / B_1 = C_2 / C_1 \times V_2 / V_1;$$

$$1,1 = 0,95 \times V_2 / V_1;$$

$$V_2 / V_1 = 1,1 / 0,95 = 1,15789, \text{ то есть } 15,8 \%$$

Вычисление средних значений

Среднее значение (или просто «среднее») получают путем деления суммы значений всех величин данной выборки на число значений. Существует также понятие средневзвешенной величины, которое широко применяется в оценке товарно-материальных запасов. Поясним это понятие на примере. Предположим, что начальный объем запасов составляет 10 единиц по цене 20 долларов за штуку. Допустим, что поступило еще пять единиц по цене 25 долларов за штуку. Если сложить произведения количества каждого товара на соответствующие цены, то можно определить общую стоимость товара. В данном случае она равна $325 = (200 + 125)$ долл. Разделив общую стоимость товара на общее количество единиц: $15 = (10 + 5)$ штук, получают среднюю стоимость единицы товара, равную $325 \text{ долл.} / 15$, или $21,67$ долл.

Если затем из запасов на продажу изъяли 6 единиц, то цена проданных товаров, оцененная по средневзвешенной стоимости, составит $6 \times 21,67$ долл., то есть 130 долл., а стоимость оставшихся запасов снизится до $9 \times 21,67$ долл., то есть до 195 долл.

Такой процесс прибавления новых товарно-материальных ценностей и перерасчета их средней стоимости можно продолжать до бесконечности, даже не отслеживая, как получались предыдущие стоимости и число единиц: они просто служат исходной базой каждый раз, когда к старым запасам прибавляют новые.

Еще одной иллюстрацией использования средневзвешенной величины служит расчет изменения индекса стоимости жизни: сто или двести различных наиболее типичных товаров и услуг включаются в так называемую потребительскую корзину, а затем стоимости каждого товара или услуги придаются веса в зависимости от объема их потребления семьей. После этого рассчитывается средневзвешенная стоимость потребительской корзины семьи, которая сравнивается с аналогичной величиной базового периода. Изменение стоимости выражается в процентах.

Существует еще понятие «медиана». Медиана – это такая величина в ряду других, выше и ниже которой имеется одинаковое количество других величин.

Значения отдельных величин могут быть как положительными, так и отрицательными. Если начертить график, то мы увидим как положительные, так и отрицательные отклонения реальных величин от средних значений, расположенных на кривой. Средний размер таких отклонений будет различным, но среднее арифметическое всех отклонений всегда будет равно или близко к нулю, поскольку отрицательные и положительные значения компенсируются. Чтобы устранить влияния знака, величина всех значений возводится в квадрат (числа со знаком «-», умноженные четное число раз, дают числа со знаком «+»), значения квадратов суммируются, а затем определяется их средняя величина и из нее извлекается квадратный корень. Полученная в результате величина называется среднеквадратичным отклонением, а метод анализа отклонений этой величины – регрессионным анализом.

ПРИЛОЖЕНИЕ 5

ЧИСТАЯ ПРИВЕДЕННАЯ ВЕЛИЧИНА ДЕНЕЖНЫХ ПОСТУПЛЕНИЙ И ВНУТРЕННЯЯ НОРМА ДОХОДНОСТИ

Поскольку денежные поступления – это живительная влага для каждого предприятия, анализ движения наличности с учетом изменения стоимости денег во времени является самым главным в финансовом анализе деятельности предприятия.

Стоимость денег во времени определяется с помощью процентной ставки, которая означает, что за использование определенной суммы денег в течение года пользователь должен заплатить часть этой суммы, равную ставке процента, помноженной на ее величину.

Иногда стоимость денег означает не только фактически уплачиваемый процент, но и ожидания акционеров относительно дивидендов на привилегированные акции или отдачи на собственный капитал. Обычно капитал предприятия формируется как из собственных, так и из заемных средств и для того, чтобы определить, во что обходится предприятию вся сумма капиталовложений, надо вычислить средневзвешенную величину с учетом доли и стоимости всех источников финансирования. Эта величина (выраженная в процентах) представляет собой средневзвешенную стоимость капитала (СВЦК). Формула расчета этой величины показана в главе 3 книги.

СВЦК используется в качестве ставки дисконта (ставки сравнения) для вычисления современной стоимости будущих поступлений и выплат денежных средств, связанных с реализацией оцениваемых проектов.

Описание процесса дисконтирования обычно начинают с другого конца, то есть с расчета накопленных сумм по правилу сложных процентов. Поскольку процент в каждом последующем году начисляется не на исходную, а на наращенную сумму (то есть сумму с учетом процентов, накопленных за предыдущий период), сумма денег возрастает экспоненциально.

Предположим, что процентная ставка равна I , I выражается в виде процента, тогда как удобнее работать с дробями, поэтому первое, что необходимо сделать, это признать, что сумму денег, которую надо выплатить по данной ставке за данный год, можно получить путем

умножения суммы капиталовложений на коэффициент, равный $(1 + I/100)$. Как было показано в прил. 4, при расчете различного рода наращенных сумм, а также при дисконтировании и вычислении темпов роста следует умножать исходные суммы на соответствующие коэффициенты а не заниматься сложением или вычитанием. (При темпе роста в 10 % исходную сумму надо умножить на 1,1. При спаде на 5 % коэффициент равен 0,95 и т.д.).

Итак, каждый год основная сумма возрастает в соответствии с коэффициентом $(1 + I/100)$, а за n лет суммарный коэффициент роста n составит $(1 + I/100)^n$.

Зная эту простую формулу и принцип расчета, можно увидеть, что определенная исходная сумма денег, то есть сумма денег, соответствующая базовому периоду ($n = 0$), будет эквивалентна более крупной сумме денег в будущем. Эта более крупная сумма может быть вычислена путем умножения ее исходного (современного) значения на соответствующий коэффициент наращивания.

Если, напротив, мы не знаем современную (или исходную) величину (современную стоимость), но знаем будущую (наращенную) стоимость денежных средств, надо эту будущую величину разделить на коэффициент наращивания $(1 + I / 100)$ или (что то же самое) умножить на коэффициент $1 / (1 + I / 100)$. Этот коэффициент называется «дисконтирующий множитель» или «коэффициент приведения»; его величина обычно меньше единицы. Процесс, противоположный процессу наращивания, называется дисконтированием, или приведением, а величины, получающиеся в результате приведения, – приведенными (современными) величинами.

Вычисления, связанные с потоком платежей, всегда основываются на годовых данных, хотя иногда процент выплачивается каждые шесть месяцев. Расчеты современной величины денежных поступлений за какой-то год в будущем – это не что иное, как суммирование всех поступлений и выплат наличных средств, произведенных в этом году, и приведение итоговой суммы к современной величине путем умножения на соответствующий данному году коэффициент приведения. При этом коэффициент приведения на начало периода равен единице (эту величину мы получим, используя формулу расчета коэффициента при $n = 0$).

Если суммировать современные значения денежных поступлений за ряд лет в будущем и вычесть из этой суммы первоначальные инвестиционные расходы, то получим величину, называемую чистой

приведенной величиной денежных поступлений (ЧПВД). Этот показатель является одним из основных при оценке привлекательности инвестиционных проектов.

Если при дисконтировании потока будущих платежей в качестве ставки дисконта используется средневзвешенная стоимость капитала и при этой ставке ЧПВД представляет собой положительную величину, проект может оцениваться как перспективный в том смысле, что он принесет отдачу на вкладываемые средства. В противном случае проект отдачи не принесет. Чем выше используемая ставка дисконта, тем ниже современная стоимость оцениваемых поступлений и тем ниже величина ЧПВД. Величина ЧПВД будет также уменьшаться, если рассчитывать ее для все более длительных периодов времени.

Ставка сравнения, при которой ЧПВД равна нулю, носит название «внутренняя норма доходности». Ставка дисконта (средневзвешенная цена капитала), равная внутренней норме доходности, означает следующее:

- если мы занимаем определенную сумму средств в банке под процент, равный внутренней норме доходности, и вкладываем ее в проект на n лет, то по окончании этого периода мы выплатим основную сумму долга и процент по кредиту, но не заработаем никаких дополнительных средств;

- если мы вкладываем в проект свои собственные средства, то через n лет мы получим такой же объем денежных средств, какой мы получили бы, просто положив эти деньги в банк (по ставке процента, равной внутренней норме доходности);

- если мы используем свои собственные средства и заемный капитал, и при этом средневзвешенная стоимость капитала равна внутренней норме доходности, то в конце периода n мы остаемся при прежней сумме капитала, выплатив при этом основную сумму долга, процент за кредит и дивиденды по акциям.

Чем выше показатель внутренней нормы доходности по сравнению со стоимостью капитала, тем привлекательнее выглядит проект.

При оценке проектов учитывается еще и так называемая остаточная стоимость проекта. Дело в том, что теоретически расчеты потоков денежной наличности можно было бы осуществлять бесконечно для любых периодов времени в будущем. Поскольку это не имеет смысла, на какой-то момент времени в будущем (например, через пять или чаще десять лет) определяют денежный эквивалент стоимости проекта и рассматривают его как поступление наличности

за этот год; как и другие поступления наличности, эта величина соответствующим образом дисконтируется. Конечно, может произойти ошибка в определении этой остаточной величины, но поскольку процесс дисконтирования за длительные периоды времени снижает значение ошибки, она не очень существенна.

На практике очень часто денежные суммы поступают равными частями в течение многих лет (например, проценты по облигациям, выплаты за аренду оборудования и т.д.). Обычно в учебниках по финансам и учету приводятся специальные таблицы, по которым легко можно определить чистую приведенную стоимость денежных поступлений по таким равномерным потокам платежей.

Если такой равномерный поток денежных поступлений происходит бесконечно долго (вечная рента), а деньги начинают поступать в конце первого года, то приведенную стоимость всего потока легко вычислить, разделив сумму ежегодных поступлений на ставку дисконта. Если этот бесконечный поток одинаковых поступлений начинается в будущем (в году n), то его приведенная величина, рассчитанная с помощью такой формулы, будет относиться к моменту начала потока в будущем, то есть к началу года n . Величину, приведенную на этот момент, можно дисконтировать и дальше, чтобы привести ее к «настоящей» современной величине, то есть к величине, соответствующей году 0 (началу всего потока платежей).

Для практических расчетов, связанных с дисконтированием потока платежей, можно посоветовать составить такого рода таблицу:

- в первой колонке зафиксируйте поступления и выплаты наличности и их текущие значения по годам;
- во второй перечислите коэффициенты дисконтирования, соответствующие этим годам;
- в третьей колонке представьте результат умножения соответствующих величин из первой и второй колонок;
- проставьте знаки «плюс» перед величинами, обозначающими доходы, и знаки «минус» перед величинами, обозначающими инвестиционные расходы;
- суммируйте все приведенные величины.

Определение внутренней нормы доходности «вручную» занимает очень много времени. Необходимо брать разные ставки дисконта и просчитывать величину ЧПВД до тех пор, пока она не будет равна 0. Существуют специальные компьютерные программы работы с табличными данными, которые позволяют производить эти расчеты очень быстро.

ПРИЛОЖЕНИЕ 6

СОСТАВЛЕНИЕ БИЗНЕС-ПЛАНА И АНАЛИЗ ПОТОКА ПЛАТЕЖЕЙ НА ПРИМЕРЕ ВНОВЬ СОЗДАННОЙ КОМПАНИИ «ПЛАСТИПАРТС» (КЕЙС)

Цель этого примера состоит в том, чтобы провести читателя шаг за шагом по всем этапам расчетов, связанных с составлением добротного бизнес-плана.

Три предпринимателя принимают решение создать компанию по обработке пластмассы под названием «Пластипартс». Они узнают, что одна установка, которая позволит им начать производство, стоит 150 тыс. долл. Участок земли обойдется им в 50 тыс. долл.; на этой площади хватит места и для последующего расширения производства. Строительство первого здания под производство и для размещения управленческого персонала стоит 50 тыс. долл. Начальная партия сырья приобретается за 20 тыс. долл. На текущем счете компании для начала должно находиться по крайней мере 30 тыс. долл. Начальные инвестиционные расходы будут осуществляться в основном за счет собственного капитала за исключением банковского кредита в размере 100 тыс. долл., обеспечением которого будут служить здание и земля.

Шаг 1. Составление начального баланса

Данных, которые мы привели, достаточно для составления начального баланса. Конечно, надо еще посмотреть, сможет ли компания с такой исходной структурой баланса выжить на первом этапе своей деятельности.

Итак, баланс будет иметь следующий вид (в долл.):

Таблица 6.1

Актив		Пассив (обязательства и собственный капитал)	
Наличные средства	30 000	Банковский кредит	100 000
Запасы материалов	20 000	Акционерный капитал	200 000
Оборудование	150 000		
Здание	50 000		
Земля	50 000		
	300 000		300 000

Ставка банковского кредита составляет 12 %.

Шаг 2. Достижение «крейсерской скорости»

Производственная мощность оборудования, установленного на фирме «Пластипартс», позволяет ежегодно перерабатывать сырье стоимостью 675 тыс. долл. и выпускать готовую продукцию на сумму 1500 тыс. долл. Однако требуется время, чтобы достичь этой производственной мощности: необходимо освоить технологический процесс, наладить связи с потребителями и завоевать высокую репутацию.

Предприниматели верят, что смогут достичь полной производственной мощности на третьем году производства, включая следующие промежуточные этапы:

Таблица 6.2

Показатели	Год 1	Год 2	Год 3
Объем реализации	500 000	1 000 000	1 500 000
Стоимость материалов (45 %)	225 000	4 500 00	675 000

Ожидается, что на третьем году деятельности штатное расписание будет следующим: три менеджера (учредители), пять производственных рабочих, два сотрудника отдела сбыта, два технических сотрудника.

Такое штатное расписание появится лишь со временем: в течение первых двух лет даже учредители не смогут работать на фирме «Пластипартс» полный рабочий день.

Издержки на персонал распределяются следующим образом:

Таблица 6.3

Наименование персонала и затраты на него	Год 1	Год 2	Год 3	Издержки на единицу рабочей силы за год, в долл
Менеджеры	2	2,5	3	50 000
Производственные рабочие	2	3	5	30 000
Сотрудники отдела сбыта	1	1,5	2	40 000
Технические работники	1	1	2	25 000
Суммарные годовые издержки на персонал	225 000	300 000	430 000	

Полагают, что при работе на крейсерской скорости прочие расходы наличных средств составят 200 тыс. долл. в год, возрастая постепенно, как показано ниже. Износ на оборудование и здание начисляется в размере 20% в год. Эти оценки уже позволяют сделать первоначальную прикидку суммы дохода, во всяком случае, до уровня операционного дохода:

Таблица 6.4

Объем реализации (выручка)	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4
	500 000	1 000 000	1 500 000	1 500 000
Стоимость материалов	225 000	450 000	675 000	675 000
Выручка за вычетом переменных издержек производства	275 000	550 000	825 000	
Расходы на персонал	225 000	300 000	430 000	
Прочие расходы наличных средств	100 000	150 000	200 000	
Начисленный износ основных средств	40 000	40 000	40 000	
Операционный доход	(90 000)	60 000	155 000	

Шаг 3. Увязка плана прибылей с балансом

Необходимо проанализировать, как будут изменяться суммы текущих активов (не считая денежных средств) в зависимости от объемов реализации. Для фирмы «Пластипартс» эти оценки таковы:

Дебиторская задолженность	15 % от объема реализации текущего года
Материалы	20 % от ожидаемого объема потребления материалов в наступающем году
Кредиторская задолженность	75 % от запаса материалов на конец года
Остаток денежных никогда не должен опускаться ниже средств на расчетном счете	10 000 долл.

Таблица 6.5

Показатели	Год 1	Год 2	Год 3
Дебиторская задолженность	75 000	150 000	225 000
Запас материалов	90 000	135 000	135 000
Кредиторская задолженность	67 500	101 250	101 250
<i>Всего</i>	97 500	183 750	258 750

Используя сделанные прикидки по объему реализации, можно рассчитать суммы по отдельным видам текущих активов (без учета денежных средств).

Теперь можно увязать баланс и план прибылей. Проводя расчеты, будем придерживаться следующих правил:

- сумма облагаемой прибыли = сумма операционного дохода – сумма ссудного процента;

- сумма чистой прибыли = сумма облагаемой прибыли – сумма налога;

- поскольку дивиденды не выплачиваются, вся сумма чистой прибыли заносится в графу «Нераспределенная прибыль»;

- общий объем обязательств и собственного капитала суммируется и приравнивается к сумме активов;

- суммируются все статьи активов, кроме наличных средств, и эта сумма вычитается из общей суммы капиталовложений; таким образом, получают объем наличных средств.

Производственная деятельность по годам (исходный план, суммы указаны на конец года)

Таблица 6.6

	Год 0	Год 1	Год 2	Год 3
Наличность	30 000	-109 500	-107 750	-30 900
Другие текущие активы	20 000	97 500	183 750	258 750
Оборудование и здания	200 000	160 000	120 000	80 000
Земля	50 000	50 000	50 000	50 000
Всего, активы	300 000	198 000	246 000	357 850
Банковский кредит	100 000	100 000	100 000	100 000
Собственный капитал	200 000	200 000	200 000	200 000
Нераспределенная прибыль		-102 000	-54 000	57 800
Всего, пассивы (обязательства и собственный капитал)	300 000	198 000	246 000	357 850
Прибыль до уплаты налога и ссудного процента (по данным, приведенным выше)		-90 000	60 000	155 000
Проценты на кредит	–	12 000	12 000	12 000
Прибыль, облагаемая налогом		-102 000	48 000	143 000
Налог (убытки предыдущих лет вычитаются из суммы будущей облагаемой прибыли)		0	0	31 150

Результаты анализа показывают, что начальный план неприемлем, поскольку сумма наличных средств приближается к совершенно неприемлемой отрицательной величине в 110 тыс. долл. Предприниматели вынуждены искать другое решение. Они предлагают владельцу венчурного капитала два варианта решения этой финансовой проблемы.

1. С самого начала предусмотреть дополнительный выпуск обычных акций на 120 тыс. долл.

2. Предоставить компании дополнительные средства в размере 500 тыс. долл. в конце третьего года при условии, что к тому времени план будет полностью выполнен. Для этого предусматривается так называемый субординационный заем, по которому кредитор может в случае банкротства заемщика претендовать на его активы только после погашения им обычных займов, в данном случае – банковского кредита. Заем предоставляется под 14% годовых.

*Пересмотренные оценки объема продаж
(расчет на шесть лет)*

Таблица 6.7

Показатели	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5	Год 6
Объем продаж (выручка)	500 000	1 000 000	1 500 000	2 500 000	2 500 000	2 500 000
Расходы на материалы	45 %	45 %	45 %	50 %	53 %	55 %

500 тыс. долл используется для покупки оборудования в конце года 3, а начисление амортизации (по принципу равномерного списания) начинается с года 4.

*Производственная деятельность по годам
(пересмотренный план)*

Таблица 6.8

Выручка	500 000	1 000 000	1 500 000	2 500 000	3 500 000	4 500 000
Число служащих:						
Менеджеры	2	2,5	3	3	3	3
Производственные рабочие	2	3	5	9	12	15
Сотрудники отдела сбыта	1	1,5	2	3	4	5
Технические работники	1	1,5	2	3	4	5
Общая сумма расходов на заработную плату	225 000	300 000	430 000	615 000	830 000	985 000
Дебиторская задолженность	75 000	150 000	225 000	375 000	525 000	675 000
Запас материалов	90 000	135 000	250 000	371 000	495 000	405 000
Кредиторская задолженность	67 000	101 250	187 500	278 250	371 250	303 750
Всего, текущие активы без учета денежных средств	97 500	183 750	287 250	453 750	648 750	776 250
Данные на конец года						
Наличность	10 500	12 250	60 350	93 550	178 000	383 200
Другие текущие активы	97 500	183 750	287 500	467 250	648 750	776 250
Оборудование и здание	160 000	120 000	580 000	440 000	300 000	200 000
Земля	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Всего, активы	318 000	366 000	977 850	1 051 300	1 176 750	1 409 450
Банковский кредит	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Субординационный заем			500 000	500 000	500 000	500 000
Собственный капитал	320 000	320 000	320 000	320 000	320 000	320 000

Окончание табл. 6.8

Нераспределенная прибыль	(102 000)	(54 000)	57 850	131 300	256 750	489 450
Итого пассивы	318 000	366 000	977 850	1 051 300	1 176 250	1 409 450
Выручка (объем продаж)	500 000	1 000 000	1 000 000	2 500 000	3 500 000	4 500 000
Стоимость материалов	225 000	450 000	675 000	1 250 000	1 850 000	2 475 000
Сумма выручки за вычетом расходов на материалы	275 000	550 000	825 000	1 250 000	1 645 000	2 025 000
Издержки на персонал	225 000	300 000	430 000	615 000	830 000	985 000
Прочие расходы наличных средств	100 000	150 000	200 000	300 000	400 000	500 000
Начисленный износ основных средств	40 000	40 000	40 000	40 000	140 000	100 000
Операционный доход	-90000	60 000	155 000	95 000	275 000	440 000
Процент на кредит (банковский и субординационный)	12 000	12 000	12 000	82 000	82 000	82 000
Прибыль, облагаемая налогом	-102 000	48 000	143 000	113 000	193 000	358 000
Налог (убытки предыдущих лет вычитаются из суммы облагаемой прибыли последующих лет)	0	0	31 150	39 550	67 550	125 300
Чистая прибыль (после уплаты налогов)	-102 000	48 000	111 850	73 450	125 450	232 700

С таким планом фирма «Пластипартс» должна работать с прибылью.

Заем в 500 тыс. долл. пойдет на реконструкцию производства и закупку дополнительного оборудования, что позволит утроить производственные мощности. В резерве останется еще достаточно наличных средств, чтобы увеличить оборотный капитал. На полную мощность предприятие должно выйти через шесть лет. План выхода на полную мощность показан в табл. 6.9, которая приводится ниже. Издержки на материалы вырастут с 45 до 55 % от стоимости реализованной продукции. Начиная с пятого года деятельности заработная плата каждого учредителя возрастет до 70 тыс. долл. в год. В связи с получением дополнительных средств пересматривается план по объему продаж и составляется новый план выхода на полную мощность.

Теперь попробуем оценить эту компанию в конце шестого года существования. Это можно сделать разными способами:

Таблица 6.9

Начальные капиталовложения: 320 тыс. долл.	Стоимость компании	Во сколько раз стоимость компании превышает величину капиталовложений	Рентабельность капиталовложений, %
Чистая балансовая стоимость	809 450	2,530	16,73
Оценка, полученная шестикратным умножением суммы прибыли	1 396 200	4,363	27,83
Оценка, полученная восьмикратным умножением суммы прибыли (делается исходя из предположения об отсутствии долга и привилегированных акций)	1 688 000	5,275	31,94

Расчеты осуществляются следующим образом:

Таблица 6.10

Оценка по чистой балансовой стоимости	Суммируются объем собственного капитала и нераспределенная прибыль
Оценка шестикратным умножением прибыли	Величина чистой прибыли умножается на 6
Оценка восьмикратным умножением прибыли на собственный капитал	Сумма операционного дохода умножается на 0,65 (1 – ставка налога в виде простого отношения); полученное произведение умножается на 8, а затем вычитается сумма кредитов
Рентабельность капиталовложений (здесь – ежегодный темп возрастания стоимости компании или внутренняя норма доходности для инвестиров))	Рассчитывается по формуле: $[(\text{конечная стоимость} / \text{начальная стоимость})^{1/6} - 1] \times 100$

Обратите внимание, насколько стоимость компании, а, следовательно, и отдача на капиталовложения, выше, когда используется метод шестикратного или восьмикратного умножения прибыли, а не метод простой балансовой оценки. Балансовая стоимость не учитывает способности активов генерировать прибыль.

Все произведенные расчеты позволили составить план, о котором можно сказать следующее:

- теперь предусмотрен достаточный объем капиталовложений, который позволит миновать критическую точку в плане нехватки наличности и эффективно использовать дополнительное финансирование, что приведет к увеличению прибыли;

- рентабельность капиталовложений достигнет очень высокой цифры – более 30 % в год.

ПРИЛОЖЕНИЕ 7

СОСТАВЛЕНИЕ ПЛАНА РАЗВИТИЯ ПРИ ВЫКУПЕ ПРЕДПРИЯТИЯ ЕГО РУКОВОДСТВОМ

В этом примере рассматривается случай выкупа руководством эффективно действующего филиала крупной компании, когда покупатели платят значительно более высокую сумму денег, чем чистая балансовая стоимость активов. Покупатели прибегают к помощи владельца венчурного капитала (ВВК) сразу же, как только они начинают вести переговоры о выкупе с руководством материнской компании. Назовем вновь создаваемую компанию «Лтд. Ко. Инк».

Для выкупа «Лтд. Ко. Инк» нужен следующий объем средств:

Таблица 7.1

Требуемые средства	тыс. фунтов стерлингов
Покупка 100 % акций «Лтд. Ко. Инк»	2000
Выплата долга материнской компании	1000
Выкуп земельной собственности у материнской компании (до этого филиал арендовал эту землю)	500
Всего – компенсация материнской компании	3500
Издержки, связанные с выкупом	250
Текущие активы, включая наличность	750
<i>Итого требуется</i>	4500

Структура финансирования

Руководство – 60 % портфеля обычных акций	300
ВВК – 40 % портфеля обычных акций	200
ВВК – выкупаемые привилегированные акции	1000
ВВК – срочная ссуда	2000
Банковский кредит	1000
<i>Итого</i>	4500

Таким образом, руководство, вложив 300 тыс. фунтов стерлингов своих собственных средств, будет осуществлять контроль над компанией стоимостью свыше 4,5 млн фунтов стерлингов.

Для составления бизнес-плана необходимо знать следующие условия и требования:

- начальный объем наличных средств (150 000);
- минимальный объем наличных средств, который будет поступать начиная со второго года (200 000);
- банковский кредит предоставлен по ставке 12 %;
- срочная ссуда от ВВК предоставлена по ставке 14 %;
- размер дивиденда по привилегированным акциям 15 %;
- все налоги вычитаются по ставке 25 %;
- срочная ссуда ВВК должна быть полностью выплачена в течение семи лет;
- платежи должны погашаться частями – суммами, кратными 10 тыс. фунтов стерлингов;
- каждый год для строительства нового завода требуются дополнительные инвестиции в размере 500 тыс. фунтов стерлингов;
- износ основных средств начисляется по норме 25 % в год;
- доля переменных издержек в себестоимости реализованной продукции составляет 60 %;
- начальные постоянные издержки составляют 500 тыс. фунтов стерлингов, а потом возрастают на 10 % ежегодно;
- требуемая рентабельность собственного капитала составляет 20 % от суммы чистой прибыли;
- сумма текущих активов за вычетом суммы наличных средств составляет 18 % от выручки предыдущего года;
- дивиденды на обычные акции в размере 40 % от чистой прибыли за вычетом амортизационных начислений будут выплачиваться, начиная со второго года функционирования;

Теперь поставим вопрос: какими темпами должен ежегодно возрастать объем продаж компании, чтобы удовлетворить всем этим требованиям?

Исходный баланс компании, составленный сразу же после ее приобретения (см. ниже), отражает тот факт, что сумма, выплаченная материнской компании, значительно превышает чистую балансовую стоимость активов. Разницу составляет «гудвилл». На «гудвилл» начисляется амортизация, но из прибыли, облагаемой налогами, «гудвилл» не вычитается. Допустим, общий период, в течение которого мы будем начислять амортизацию на «гудвилл», составит 10 лет.

Следует заметить, что в Великобритании «гудвилл» и издержки, связанные с выкупом, подлежат амортизации по методу прямолинейного списания, а износ основных средств, включая стоимость любых новых объектов, приобретенных в течение данного года, начисляется по норме 25 % от остаточной стоимости активов, то есть стоимости с учетом начисляемой амортизации за предшествующие периоды (такое правило действует прежде всего для исчисления суммы прибыли, облагаемой налогом).

Таблица 7.2

**Начальный баланс, составленный после приобретения
(в тыс. фунтов стерлингов)**

Актив		Пассив (обязательства и собственный капитал)	
Наличность	150	Банковский кредит	1000
Другие текущие активы	600	Ссуда ВВК	2000
Здания, оборудование	2000	Привилегированные акции	1000
Земля	500	Обычные акции	500
Гудвилл	1000		
Издержки по выкупу	250		
	4500		4500

К какому объему продаж следует стремиться в первый год деятельности? Приведем следующие расчеты

	тыс. фунтов стерлингов
При рентабельности собственного капитала равной 20 % чистая прибыль должна составить:	100 (0,2 · 500)
Тогда чистая прибыль до вычета суммы амортизации (125 тыс. фунтов), начисленной на гудвилл и расходы по выкупу, должна составить:	225 (100 + 125)
Тогда прибыль до уплаты налогов должна составить:	300 [225 / (1 - 0,25)]
Дивиденды на привилегированные акции:	150 (0,15 · 1000)
Проценты по ссуде ВВК:	280 (0,14 · 2000)
Проценты по банковскому кредиту:	120 (0,12 · 1000)
Общая сумма выплат процентов по займам и дивидендов на привилегированные акции:	550
Сумма прибыли до уплаты процентов и налога:	850 (300 + 550)
Постоянные издержки, включая сумму износа основных средств, начисленного за первый год, составляют:	1125 (500 + 625)

постоянные издержки + прибыль до уплаты процентов и налога (то есть «очищенная выручка») составят:

1975

При доле переменных расходов в объеме реализации равной 60 % (и, соответственно, доле прибыли за вычетом переменных издержек, равной 40%), объем продаж должен составлять:

4938(1975/0,4)

Эти данные позволяют составить план прибылей за первый год работы новой компании.

Таблица 7.3

Первый год работы (в тыс. фунтов стерлингов)

Баланс	Год 0	Год 1	
Наличность	150	492	Это «расчетная» цифра: она получена вычитанием из общей суммы активов суммы всех видов активов за исключением наличных средств
Другие текущие активы	600	608	Устанавливается на уровне 18 % от выручки предыдущего года)
Текущая стоимость здания и оборудования за вычетом начисленного износа	2000	1875	Сумма предыдущего баланса плюс новый завод стоимостью 500 тыс. минус износ 25 %)
Земельная собственность	500	500	В Великобритании износ не начисляется
Гудвилл	1000	900	Амортизация начисляется по единой годовой норме в течение 10 лет методом прямолинейного списания
Расходы по выкупу	250	225	
Всего, активы	4500	4600	Сумма активов равна сумме обязательств и собственного капитала
Банковский кредит	1000	1000	Постоянная величина
Ссуда ВВК	2000	2000	Постоянная величина
Привилегированные акции	1000	1000	Постоянная величина
Собственный капитал	500	500	Постоянная величина
Нераспределенная прибыль		100	Чистая прибыль за вычетом дивидендов; дивиденды на обычные акции не выплачиваются; вся прибыль накапливается
Всего, пассивы (общая сумма обязательств и собственный капитал)	4500	4600	

Окончание табл. 7.3

План прибылей и убытков	Год 0	Год 1	
Выручка (объем продаж)		4938	Объем продаж за первый год рассчитан исходя из рентабельности собственного капитала и равен 20 %
Переменные издержки		2963	Всегда составляют 60 % от объема продаж
Выручка минус переменные издержки		1975	
Постоянные издержки (расход наличных средств)		500	Будут возрастать на 10 % в год
Начисленный износ		625	25 % от (2000 + 500)
Операционный доход (прибыль до уплаты процентов и налога)		850	
Расходы на уплату процентов		400	12 % по банковскому кредиту 14 % по ссуде ВВК
Дивиденды на привилегированные акции		50	15 % от общей стоимости привилегированных акций
Прибыль, облагаемая налогом		300	Такой размер прибыли требуется, чтобы после вычитания суммы амортизационных начислений на гудвилл осталась чистая прибыль в размере 225 тыс. ф. ст.
Налог		75	25 % от суммы прибыли до уплаты налогов и вычета суммы амортизационных начислений
Чистая прибыль до вычета амортизационных начислений		225	
Сумма амортизационных начислений		125	0,1 от суммы «гудвилла» и расходов по выкупу
Чистая прибыль после вычета на амортизацию		100	Требуется, чтобы обеспечить рентабельность собственного капитала, равную 20 %

Таблица 7.4

Развитие по годам

	0	1	2	3	4	5	6	7
Баланс								
Наличные средства	150	201	202	207	200	205	206	274
Другие текущие активы	600	889	933	980	1029	1080	1134	1191
Текущая стоимость здания и оборудования	2000	1875	1781	1711	1658	1619	1589	1567
Земельная собственность	500	500	500	500	500	500	500	500
Гудвилл	1000	900	800	700	600	500	400	300
Расходы по выкупу	250	225	200	175	150	125	100	75
<i>Всего, активы</i>	4500	4590	4417	4273	4137	4029	3929	3907
Банковский кредит	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Привилегированные акции	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Собственный капитал (обычные акции)	500	500	500	500	500	500	500	500
Нераспределенная прибыль		100	197	343	537	779	1069	1407
<i>Всего, пассивы</i>	4500	4590	4417	4273	4137	4029	3929	3907
План прибылей и убытков (при ежегодном росте продаж 5 %)								
Выручка		4938	5184	5444	5716	6002	6302	6617
Переменные издержки		2963	3111	3266	3429	3601	3781	3970
Выручка минус переменные издержки		1975	2074	2177	2286	2401	2521	2647
Постоянные издержки (расход наличных средств)		500	550	605	666	732	805	886
Начисленный износ		625	594	570	553	540	530	522
Прибыль до уплаты налога и процентов		850	930	1002	1068	1129	1186	1239
Процент по банковской ссуде		120	120	120	120	120	120	120
Процент по ссуде ВВК		280	279	241	200	154	105	50
Дивиденды на привилегированные акции		150	150	150	150	150	150	150
Прибыль, облагаемая налогом		300	381	491	598	705	811	918
Налог		75	95	123	149	176	203	230

Окончание табл. 7.4

Чистая прибыль до вычета начислений на амортизацию гудвилла и расходов по выкупу		225	286	368	448	529	608	689
Амортизационные начисления		125	125	125	125	125	125	125
Чистая прибыль после вычета начислений на амортизацию		100	161	243	323	404	483	564
Дивиденды на обычные акции		0	64	97	129	162	193	225
Сумма чистой прибыли, зачисленная на статью «Нераспределенная прибыль» в баланс следующего года		100	97	146	194	242	290	338

Таблица 7.5

Оценка компании, произведенная по результатам седьмого года

Чистая прибыль (ЧП)	564	
Стоимость компании, оцененная по ее прибыли	3382	Рассчитывается умножением ЧП на 6
Операционный доход (ОД)	1239	Множитель возрастает до 8: компания оценивается так, как если бы она не имела долга и привилегированных акций
Налог по ставке, предполагающей отсутствие долга и привилегированных акций	310	
Амортизационные начисления	125	
Чистая прибыль при условии отсутствия долга и привилегированных акций	804	Сумма операционного дохода умножается на $(1 - n)$, после чего вычитается сумма амортизационных начислений
Стоимость компании, предполагающая отсутствие долга и привилегированных акций	6432	Умножаем сумму чистой прибыли на 8
Долг плюс привилегированные акции	2360	По состоянию на конец шестого года
Что получает за свою фирму продавец	4072	Стоимость минус обязательства перед кредиторами и владельцами привилегированных акций

Расчеты всегда начинают снизу и заканчивают вычислением объема наличных средств. Этот же метод можно использовать для расчета основных статей баланса, а также денежных поступлений и выплат на ряд лет вперед. Обычно делают различные варианты расчетов, исходя из разных сумм и разного числа лет выплаты займов, пока не будет найден оптимальный вариант с точки зрения достаточности объема наличных средств.

Поставим цель выйти на такие темпы роста объема продаж, которые позволят нам погасить заем владельцев венчурного капитала за семь лет. Будем ежегодно выделять средства на покрытие ссуды ВВК, но так, чтобы уровень наличности не опускался ниже 200 тыс. фунтов, начиная с конца второго года. С этого же времени начнем выплачивать дивиденды на обычные акции. Темп роста, достаточный для полной выплаты долга в конце седьмого года, оказывается равным 5 %. В расчетах будем исходить из того, что выплаты производятся в конце каждого года. И хотя в предыдущем балансе мы этого не предусмотрели, на самом деле можно и желательно покрыть какую-то часть долга уже в конце первого года. Здесь невозможно показать все промежуточные расчеты. Поэтому ниже приводятся лишь их конечные результаты.

Рассмотренный пример убедительно показывает привлекательность выкупа части компании руководством в случае, если прибыль обеспечивается с первого года работы. Положение с наличностью будет в высшей степени благоприятным, если поставленные цели по объему прибыли будут достигаться при вычете из суммы прибыли амортизационных начислений, поскольку амортизационные начисления (не влекущие фактического расхода денег) потом снова приплюсовываются к чистой прибыли, что резко увеличивает размер поступлений наличных средств. Таким образом, дивиденды на обычные акции могут начать выплачиваться на достаточно раннем этапе.

Ниже приводится расчет ежегодной отдачи на капиталовложения, которую получают собственники предприятия и владельцы венчурного капитала. Расчет сделан при допуске отсутствия заемных средств.

Таблица 7.6

Расчет рентабельности капиталовложений

	Год 0	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5	Год 6	Год 7
Собственники предприятия								
Начальные инвестиции	-300							
Дивиденды на обычные акции			39	58	78	97	116	135
60% от стоимости предприятия, оцененного после семи лет работы								2443
Поступления наличных средств	-300	0	39	58	78	97	116	2578
Ставка дисконта	1	0,7	0,49	0,3431	0,2401	0,1681	0,1177	0,0824
Современная стоимость денежных поступлений	-300	0	19	20	19	16	14	212
Ставка дисконта, при которой чистая приведенная величина денежных поступлений равна 0				0,4285				
Рентабельность капиталовложений (в среднем за 7 лет)				42,85 %				
Владельцы венчурного капитала								
Начальные инвестиции	-200							
Дивиденды на обычные акции			26	39	51	65	77	90
Выплаты основной суммы займа	-2000	10	270	290	330	350	390	360
Дивиденды на привилегированные акции		150	150	150	150	150	150	150
Проценты по займу		280	279	241	200	154	105	50
Стоимость привилегированных акций	-1000							1000

Окончание табл. 7.6

40 % от стоимости компании, оценной после 7 лет работы								1629
Поступления наличных средств	-3200	440	725	720	732	719	722	3279
Ставка дисконта	1	0,8403	0,7061	0,5934	0,4986	0,419	0,3521	0,2959
Современная стоимость денежных поступлений	-3200	370	512	427	365	301	254	970
Ставка дисконта, при которой чистая приведенная величина денежных поступлений равна 0				0,1899				
Рентабельность капиталовложений				18,99 %				

Рентабельность капиталовложений в данном случае представляет собой внутреннюю норму доходности или ставку дисконта, при которой чистая приведенная величина денежных поступлений равна 0. Для расчета этой величины необходимо ежегодные суммы поступлений наличности приводить к современным величинам по разным ставкам дисконта до тех пор, пока сумма приведенных величин денежных поступлений не сравняется с начальной суммой инвестиций. Рентабельность капиталовложений в среднем за семь лет в целых числах процента составит для владельцев компании 43 % и для владельцев венчурного капитала – 19 %. Именно такой уровень рентабельности обеспечит «возврат наличности»: в конце семилетнего срока владелец венчурного капитала может полностью вернуть свои 500 тыс. фунтов, вложенные в привилегированные акции, которые составляют часть его начальных инвестиций. Рентабельность венчурного капитала, конечно, ниже, поскольку большую часть прибыли владельцам венчурного капитала дают ссуда и привилегированные акции, на которые устанавливается фиксированная, но более низкая ставка процента.

СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРАХ

Дамари Рой Георг Чарльз – гражданин Великобритании, родился в 1944 г. в Лондоне, с 1966 живет и работает в Швейцарии (за исключением двух лет учебы в США).

Рой Дамари – доктор экономических наук, президент Института бизнеса и управления INSAM (Женева, Швейцария), директор консалтинговой компании «Technomic Consultants S.A.», руководитель бизнес-исследований Колледжа Роберта Кеннеди (онлайн бизнес-школа, Цюрих, Швейцария). Он является членом совета директоров CVSL Inc – компании в Далласе, специализирующейся на включении микро-предприятий по всему миру в бизнес одной группы.

Рой Дамари имеет степень инженера First Class MA Оксфордского университета (1963–1966), диплом MBA школы бизнеса в Гарварде (Baker Scholar) (1972–1974), а также степень доктора экономических наук, полученную в университете Лозанны (1988–2000). Рой Дамари сочетает многолетний опыт в области практического консалтинга, академического управления и преподавательского опыта работы в области маркетинга, бухгалтерского учета, финансов и предпринимательства.

Его карьера началась с инженерных исследований в Battelle институте (Женева), где им проводились различные технико-экономические исследования рынка, затем он расширил эту деятельность в «Technomic Consultants». Также Рой Дамари проработал десять лет руководителем программы MBA в университете Вебстера (Женева). С 1998–2013 гг. Рой Дамари являлся экономическим советником фирмы «Bridport Investor Services» (писал еженедельные комментарии по

финансовым рынкам для специалистов в области инструментов фиксированного дохода для клиентов Bridport Investor Services в швейцарской финансовой газете).

В дополнение к своему родному, английскому, языку Рой Дамари говорит на французском и немецком, а также имеет базовое знание русского языка.

С 2012 г. Рой Дамари – приглашенный профессор Уральского государственного лесотехнического университета, с 2014 г. – профессор кафедры менеджмента и внешнеэкономической деятельности предприятия (Екатеринбург, Россия).

Соавтор книги – **Прядилина Наталья Константиновна** – кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики лесного бизнеса Уральского государственного лесотехнического университета (Екатеринбург, Россия). Преподает следующие дисциплины: «Экономическая оценка инвестиций», «Предпринимательская деятельность», «Экономика и управление производством», «Организация, планирование и управление производством». Опыт работы – с 1996-1997 гг. – ассистент кафедры экономики и организации лесного комплекса УГЛТУ; с 1997–2000 гг. заочная учеба в аспирантуре УГЛТУ; одновременно с учебой в аспирантуре с 1997 по 2000 гг. – брокер в компании по ценным бумагам «ЭКИН», с 2000–2003 гг. – экономист в отделе закупок холдинга ОАО «Концерн "Калина"», с 2003 г. по настоящее время – доцент кафедры экономики лесного бизнеса УГЛТУ.

Прядилина Н.К. входит в группу сотрудников УГЛТУ, занимающейся разработкой долгосрочных стратегических направлений социально-экономического развития муниципалитетов Уральского федерального округа. Также Прядилина Н.К. является представителем швейцарского института бизнеса и управления INSAM и приглашенным лектором INSAM.

Учебное издание

Рой Георг Чарльз Дамари
Наталья Константиновна Прядилина

ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ
ДЛЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЕЙ
(западный опыт)

ISBN 978-5-94984-512-7



Редактор Е.А. Назаренко
Компьютерная верстка О.А. Казанцева

Подписано в печать

Печать офсетная

Формат 60×84 1/16

Усл. печ. л. 6,97

Тираж 100 экз.

Уч.-изд. л. 7,32

Заказ №

ГОУ ВПО «Уральский государственный лесотехнический университет»
620100, Екатеринбург, Сибирский тракт, 37
Тел. 8(343)262-96-10. Редакционно-издательский отдел.

Отпечатано с готового оригинал-макета
Типография ООО «ИЗДАТЕЛЬСТВО УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКИЙ ЦЕНТР УПИ»
620062, РФ, Свердловская область, Екатеринбург, ул. Гагарина, 35а, оф. 2