Данный файл представлен исключительно в ознакомительных целях.

Уважаемый читатель!
Если вы скопируете данный файл,
Вы должны незамедлительно удалить его сразу после ознакомления с содержанием.
Копируя и сохраняя его Вы принимаете на себя всю ответственность, согласно действующему международному законодательству .
Все авторские права на данный файл сохраняются за правообладателем.
Любое коммерческое и иное использование кроме предварительного ознакомления запрещено.

Публикация данного документа не преследует никакой коммерческой выгоды. Но такие документы способствуют быстрейшему профессиональному и духовному росту читателей и являются рекламой бумажных изданий таких документов.

THE NEW CFO FINANCIAL LEADERSHIP MANUAL

Steven M. Bragg



НАСТОЛЬНАЯ КНИГА ФИНАНСОВОГО ДИРЕКТОРА

Стивен М. Брег

Перевод с английского

2-е издание, исправленное и дополненное

АЛЬПИНА БИЗНЕС БУКС

УДК 65.011, 336.64
ББК 65.290
Б87

Редакция выражает благодарность А. Бобровскому
за помощь в подготовке книги

Перевод А. Куницына, Д. Акулова, В Ильиной, О Никифоровой
Научные редакторы А. Куницын, С Усов
Редактор С. Огарева

Брег С.

Б87 Настольная книга финансового директора / Стивен М. Брег ; Пер. с англ. — 2-е изд., испр. и доп. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. — 536 с.

ISBN 5-9614-0237-1

Эта книга является не только превосходным учебником, но и полным справочником для финансовых директоров практически по всем аспектам их повседневной работы В ней представлены финансовые стратегии, системы оценки и контроля, инструменты финансового анализа, источники финансирования, методы совершенствования управления, передовые бухгалтерские приемы, аутсорсинг и другие важные вопросы.

Главное достоинство книги — ее практическая направленность. В ней содержится список приоритетных дел, которые новый финансовый директор должен выполнить в первые дни пребывания в должности Имеется также обобщенный список 100 финансовых показателей, который в качестве справочного материала будет полезен финансовым директорам, работающим над созданием систем оценки работы подразделений и компании в целом. В книге можно найти детальный обзор компенсационных планов работников, перечень мер по повышению стоимости акций и улучшению отношений с инвесторами и кредиторами, список вопросов для контрольной проверки «дью дилидженс», а также другие полезные инструкции и рекомендации.

Это настольная книга для руководителей и специалистов компаний· финансовых директоров, контролеров, главных бухгалтеров, казначеев и аудиторов. Кроме того, она будет ярким учебным пособием для преподавателей, студентов и аспирантов экономических вузов.

УДК 65.011; 336.64
ББК 65.290

Все права защищены Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских прав

© 2003 by John Wiley & Sons, Inc. All rights reserved.
All Rights Reserved Authorised translation from the English language edition published by John Wiley & Sons, Inc.

© С. Усов, послесловие, 2005.

© Перевод, оформление ООО «Альпина Бизнес Букс», 2005.

ISBN 5-9614-0237-1 (рус.)
ISBN 0-471-21076-5 (англ.)

СОДЕРЖАНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ 13

ЧАСТЬ 1. ОБЗОР 17

Глава 1. Место финансового директора в корпорации 19

Первые дни в должности 19
Конкретные обязанности финансового директора 21
Обзор процесса управленческих изменений 26
Различия в работе финансового контролера и финансового директора 28
Отношение финансового контролера к финансовому директору 31
Заключение 32

Глава 2. Финансовая стратегия 34

Денежные средства 34
Инвестиции 37
Оборотные средства 39
Запасы: решение о сокращении товарно-материальных запасов 42
Основные средства: аренда или покупка 44
Кредиторская задолженность: решение получить скидку за раннюю оплату 45
Долг 45
Капитал 48
Постоянные затраты: решение об увеличении 53
Расходы на оплату труда: временные исполнители или постоянный штат 54
Разделение бизнеса: решение о продаже 57
Системы: когда использовать сквозную калькуляцию 58
Решение о крупномасштабном производстве с низкими продажными ценами, основанное на сквозной калькуляции 64
Решение о капиталовложениях с использованием сквозной калькуляции 66

Выбор между собственным производством и покупкой с использованием сквозной калькуляции 67
Выводы 68

Глава 3. Налоговая стратегия 70

Налог на накопленные доходы 72
Денежный метод бухгалтерского учета 73
Оценка запасов 74
Слияния и поглощения 74
Перенос чистого операционного убытка 76
Нексус (nexus) 77
Проектные издержки 79
Корпорация типа «S» 80
Налоги с продаж и использование 81
Трансфертные цены 83
Отчисления в фонд занятости 86
Выводы 87

Глава 4. Стратегия в области информационных технологий 88

Причины разработки стратегии в области информационных технологий 88
Разработка стратегии информационных технологий 90
Технические стратегии 93
Конкретное применение 95
Выводы 99

ЧАСТЬ 2. БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ 101

Глава 5. Системы показателей 103

Создание системы показателей 103
Показатели использования активов 104
Показатели производственной деятельности 110
Показатели движения денежных средств 114
Показатели ликвидности 118
Показатели платежеспособности 123
Показатели рентабельности инвестиций 125
Рыночные показатели 132
Выводы 134

Глава 6. Системы контроля 135

Необходимость систем контроля 135
Виды мошенничества 137
Ключевые направления контроля 139
Когда прекращать контроль 156
Выводы 157

Глава 7. Аудит 158

Состав ревизионной комиссии 158
Функции ревизионной комиссии 159
Задача внешних аудиторов 162
Работа с внешними аудиторами 163
Роль внутреннего аудита 164
Управление внутренним аудитом 167
Выводы 170

Глава 8. Отчетность перед комиссией по ценным бумагам и биржам 171

Краткий обзор 171
Закон о ценных бумагах 1933 г. 172
Закон о фондовых биржах 1934 г. 173
Инструкция S-X 174
Инструкция S-K 178
Инструкция S-B 180
Инструкция FD 180
Формы SEC 182
Система подачи документов EDGAR 188
Выводы 190

ЧАСТЬ 3. ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ 191

Глава 9. Стоимость капитала 193

Компоненты 193
Расчет стоимости долга 195
Расчет стоимости собственного капитала 197
Расчет взвешенной стоимости капитала 200
Стоимость дополнительного капитала 202
Использование стоимости капитала в особых случаях 205
Изменение стоимости капитала для повышения доходов акционеров 208
Выводы 211

Глава 10. Планирование капиталовложений 212

Пороговая ставка 212
Период окупаемости 214
Чистая приведенная стоимость 216
Внутренняя норма рентабельности 218
Форма заявки на капиталовложение 221
Анализ работающего проекта 225
Выводы 227

Глава 11. Другие вопросы финансового анализа 228
Анализ риска 228
Использование производственных мощностей 233
Анализ безубыточности 240
Выводы 246

ЧАСТЬ 4. ФИНАНСИРОВАНИЕ 247

Глава 12. Управление денежными средствами 249
Модель прогнозирования денежной наличности 249
Измерение точности денежного прогноза 252
Автоматизация прогноза денежной наличности 253
Управление денежной наличностью 255
Выводы 260

Глава 13. Инвестирование свободных средств 261
Инвестиционные критерии 261
Инвестиционные варианты 264
Выводы 265

Глава 14. Привлечение долгового финансирования 266
Управление финансированием 266
Отношения с банком 268
Рейтинговые агентства 269
Задержка оплаты кредиторской задолженности 270
Ускорение взыскания дебиторской задолженности 271
Кредитные карты 272
Договоренность со служащими 272
Факторинг 273
Складское финансирование 274
Планирование минимальной цены 274
Сокращение запасов 275
Лизинг 276
Кредитная линия 277
Займы 277
Привилегированные акции 284
Продажа с последующей арендой 285
Выводы 286

Глава 15. Привлечение капитала (размещение акций) 288
Виды акций 288
Частное предложение акций 290
Схема меморандума предложения 290
Выбор метода оценки для меморандума предложения 306
Обмен акций на расходы 308

Обмен акций на деньги ... 308
Варранты на акции ... 309
Подписка на акции ... 309
Долгосрочные капитальные решения для преодоления кризисов ... 310
Обратный выкуп акций ... 310
Выводы ... 312

Глава 16. Первоначальное публичное предложение ... 313

Причины превращения в публичную компанию ... 313
Почему не стоит превращаться в публичную компанию ... 315
Стоимость первоначального публичного предложения ... 317
Подготовка первоначального публичного предложения ... 318
Поиск андеррайтера ... 321
Регистрация и исполнение первоначального публичного предложения ... 325
Альтернативы продаже ценных бумаг ... 329
Торговля на бирже ... 332
Ограничения для акций публично торгуемой компании ... 337
Выводы ... 338

Глава 17. Приватизация компании ... 339

Процедура превращения в частную компанию ... 339
Инструкция 13E-3 ... 339
Заполнение формы 13E-3 ... 340
Выводы ... 344

ЧАСТЬ 5. УПРАВЛЕНИЕ ... 345

Глава 18. Управление риском ... 347

Методы управления риском ... 348
Менеджер по управлению рисками ... 349
Процедуры управления рисками ... 350
Типы страховых компаний ... 354
Работа с исковыми заявлениями ... 356
Страховые документы ... 358
Ежегодный отчет об управлении рисками ... 359
Выводы ... 361

Глава 19. Аутсорсинг бухгалтерских и финансовых функций ... 362

Преимущества и недостатки аутсорсинга ... 363
Предмет и условия договора ... 370
Вопросы, которые следует учитывать при передаче функций ... 372
Контроль над работой поставщика услуг ... 376
Оценка результатов деятельности внешних исполнителей ... 378

Управление поставщиками услуг ... 386
Разрыв отношений с поставщиками ... 387
Выводы ... 389

Глава 20. Передовые бухгалтерские приемы ... 390

Передовые приемы ... 390
Выводы ... 418

Глава 21. Слияния и поглощения ... 419

Оценка объектов поглощения ... 420
Оценка поглощаемой компании ... 444
Бухгалтерский учет при поглощении ... 449
Метод покупки ... 450
Стоимостный метод ... 457
Метод собственного капитала ... 457
Метод консолидации ... 459
Межфирменные операции ... 460
Условные платежи ... 461
Учет методом понижения ... 462
Выкупы с «рычагом» ... 463
Передача части активов поглощаемой компании ... 464
Выводы ... 465

Глава 22. Электронная коммерция ... 466

Преимущества электронной коммерции ... 466
Бизнес-модель электронной коммерции ... 468
Реструктуризация организации для электронной коммерции ... 471
Архитектура электронной коммерции ... 472
Безопасность электронной коммерции ... 473
Страхование в электронной коммерции ... 476
Правовые вопросы электронной коммерции ... 477
Выводы ... 478

ЧАСТЬ 6. ДРУГИЕ ВОПРОСЫ ... 479

Глава 23. Оплата труда ... 481

Отложенная компенсация ... 481
Страхование жизни ... 484
Права на прирост стоимости акций ... 485
Опционы на акции ... 485
Выводы ... 488

Глава 24. Банкротство ... 489

Законы, применяемые в случае банкротства ... 489
Действующие лица в драме банкротства ... 490

Очередность удовлетворения требований кредиторов и акционеров 492
Последовательность событий при банкротстве 493
Налоговые обязательства в случае банкротства 501
Особые правила банкротства 503
Альтернативы банкротству 503
Выводы 504

ЧАСТЬ 7. ПРИЛОЖЕНИЯ 505

Приложение A.
Контрольный список нового финансового директора 507

Приложение B.
Контрольный список показателей 513

Приложение C.
Контрольный список проверки «дью дилидженс» 525

Послесловие научного редактора 533

ВЫРАЖЕНИЕ ПРИЗНАТЕЛЬНОСТИ

Настоящая работа по подготовке книги к публикации начинается только после того, как сырая рукопись появляется у издателя. Обычно ее встречают тревожные вздохи редакторов, которые должны просмотреть ее гораздо тщательнее, чем это когда-либо делал я. Они правят рукопись карандашами разных цветов, чтобы прийти к варианту, который, возможно, не будет сразу же отвергнут читающей публикой с градом насмешек. Благодарю вас за все исправления, которые превратили мои слова в плавно текущий и ясный текст.

ПРЕДИСЛОВИЕ

Цель этой книги — дать финансовому директору полное представление о его или ее месте в корпорации и о том, как проводить в жизнь стратегические решения, относящиеся к разнообразным финансовым, налоговым и информационно-технологическим вопросам. Вот некоторые вопросы, на которые позволяют дать ответ главы 1–4:

- Что мне следует делать в первые дни работы в новой должности?
- Каковы мои конкретные обязанности?
- Как мне сократить валютный риск?
- Как мне повысить рентабельность активов компании?
- Когда лучше выпускать конвертируемые ценные бумаги?
- Какие факторы мне следует учитывать при принятии решения об увеличении накладных расходов?
- Когда я могу использовать налоговые схемы переноса чистого операционного убытка на будущие периоды?
- Как я могу использовать трансфертные цены для снижения налогов на прибыль?
- Какие специальные информационные технологии мне следует использовать для данного вида бизнеса, например, для производителя по низкой себестоимости или для быстрого освоения новой продукции?

Финансовый директор должен также вникать во множество бухгалтерских вопросов, может быть, и не в проводки, с которыми работает контролер. Важнейшими областями являются разработка и совершенствование систем оценки и контроля деятельности. Кроме того, он должен взаимодействовать с внутренними и внешними аудиторами, и при этом также (если компания является публичной) готовить регулярные отчеты для Комиссии по ценным бумагам и биржам (the Securities and Exchange Commission, SEC). Этим темам посвящены главы 5–8, где можно найти ответы на нижеприведенные и многие другие вопросы:

- Как мне установить систему измерения результатов деятельности?
- Какие показатели лучше всего применять при отслеживании различных бухгалтерских и финансовых вопросов?

- Какие типы жульничества могут иметь место и какие виды контроля могут уменьшить вероятность их появления?
- Как выявить и устранить избыточный контроль?
- Кто работает в аудиторском комитете и какова их роль?
- Как обращаться с внешними и внутренними аудиторами?
- Какие отчеты необходимо направлять в Комиссию по ценным бумагам и биржам и какую информацию следует в них включать?

Одной из основных задач финансового директора является анализ широкого спектра финансовых проблем и подготовка рекомендаций по их решению для управленческой команды. В главах 9–11 рассматриваются такие вопросы, как стоимость капитала, планирование капиталовложений, анализ рисков, использование производственных мощностей и окупаемость. Имея под рукой эти главы, можно ответить на следующие вопросы:

- Как рассчитывать стоимость капитала компании?
- Как изменить стоимость капитала, чтобы увеличить стоимость акционерного капитала?
- Какие существуют методы для определения эффективности предлагаемых капитальных проектов?
- Как рассчитывать приведенную стоимость, внутреннюю норму прибыли и период окупаемости?
- Как использовать анализ окупаемости для оптимизации прибыльности?

Иногда, основной задачей финансового директора считается привлечение средств, а все другие функции отходят к финансовому контролеру или казначею. В этой своей роли финансовый директор должен знать, как управлять существующими денежными потоками, инвестировать свободные средства, привлекать долговое и капитальное финансирование, проводить первоначальное публичное размещение (initial public offering, IPO) и приватизацию компании. Эти темы освещены в главах 12–17, которые дают ответы на все нижеследующие и другие вопросы:

- Как построить модель, прогнозирующую движение денежных средств, и измерить ее точность?
- Как контролировать потоки наличности?
- Какие инвестиционные ограничения нужно рекомендовать совету директоров?
- Каковы хорошие варианты краткосрочных инвестиций?
- Какова роль рейтинговых агентств?
- Каковы различные типы имеющегося долгового финансирования?

- Как проводить частное размещение акций?
- Какая информация должна быть в меморандуме публичного предложения акций?
- Как устанавливать цену предлагаемых акций?
- Какие шаги надо предпринять, чтобы осуществить первоначальное публичное предложение акций?
- Какие документы требуется представить в Комиссию по ценным бумагам и биржам, чтобы сделать компанию частной?

Хотя финансовый директор, несомненно, может продемонстрировать свою высокую ценность для компании посредством надлежащего управления движением ее фондов, существует также ряд областей управления, где он или она может поднять уровень операций. Им посвящены главы 18–22, где рассматривается управление риском, аутсорсинг (передача отдельных функций внешним исполнителям), передовые методы операционного учета, слияния и поглощения, электронная коммерция. В этих главах можно найти ответы на следующие вопросы:

- Какие принципы и процедуры следует установить в компании, чтобы уменьшить риск?
- Каковы преимущества и негативные стороны аутсорсинга различных бухгалтерских и финансовых функций. О каких контрактных аспектах и вопросах передачи информации необходимо помнить?
- Какие передовые методы можно внедрить в бухгалтерском учете и работе финансовой службы для повышения их эффективности?
- Как оценивать потенциальные цели поглощения?
- Как рассчитать цену компании-цели?
- Какова схема бизнеса в электронной коммерции, и как нужно перестроить компанию, чтобы работать в этой области?

Существует также несколько тем, которые могут потребовать от финансового директора определенного опыта. Одной из них является стимулирование работников, рассматриваемое в главе 23. Она охватывает такие вопросы, как отложенная компенсация, страхование жизни, права на прирост стоимости акций и опционы на акции компании. Проблемой, с которой финансовый директор надеется никогда не столкнуться, является банкротство, описываемое в главе 24. В ней представлены последовательность событий при типичной процедуре банкротства, специальные правила банкротства, очередность выплат, а также стороны, которые обычно вовлечены в этот процесс.

Финансовому директору могут также потребоваться контрольные списки при выполнении некоторых аспектов его работы. Своеобразным помощником в этом послужит приложение А, в котором есть контрольный список при-

оритетных дел, которые необходимо выполнить в первые дни пребывания в новой должности Приложение В содержит обобщенный список финансовых показателей, который в качестве справочного материала будет полезен финансовым директорам, работающим над созданием систем оценки деятельности. Наконец, приложение С содержит расширенный список вопросов для контрольной проверки «дью-дилиджанс», который особенно полезен при анализе операций потенциального кандидата на поглощение

В целом, эта книга является полным справочником для финансовых директоров, которым нужен обзор стратегии, систем оценки и контроля, инструментов финансового анализа, источников финансирования и методов совершенствования управления, которые помогут обеспечить максимально возможную ценность компании. Если у вас есть какие-либо замечания по этой книге или вы хотели бы увидеть дополнительные главы, добавленные в будущие издания, пожалуйста, обращайтесь к автору: *brasto@aol.com*

Стивен М. Брег
Сентенниал, Колорадо
Ноябрь 2003 года

ЧАСТЬ

ОБЗОР

ГЛАВА 1

МЕСТО ФИНАНСОВОГО ДИРЕКТОРА В КОРПОРАЦИИ

Еще совсем недавно генеральные директора были довольны финансовыми руководителями, которые могли одновременно сотрудничать с аналитиками Уолл-стрит, осуществлять финансовый контроль, проводить первоначальные публичные предложения (IPO) и взаимодействовать с Советом директоров, в общем, обладали хорошей финансовой квалификацией. Однако в условиях современного бизнеса способность к быстрым изменениям стала необходима для роста, а также в целом для выживания компании. Генеральные директора теперь довольствуются не только финансовой проницательностью своих финансовых директоров. Они требуют большего от своих финансовых руководителей, подыскивая людей, которые могут исполнять множество ролей: делового партнера, стратега, публичного представителя, доверенного лица и создателя стоимости. В этой главе, посвященной месту финансового директора в корпорации, показано, как соответствовать этим новым и более высоким требованиям.

ПЕРВЫЕ ДНИ В ДОЛЖНОСТИ

Вы стали финансовым директором и впервые в этой должности переступили порог офиса вашей новой компании. С чего начать? Конечно, человек, величественно, как Наполеон, отдающий приказы, производит (на вас) впечатление. Но, возможно, вы захотите попробовать иной подход, который успокоит ваших новых подчиненных и даст им почувствовать, что вы именно тот, с кем они могут работать. Вот некоторые предложения, касающиеся трудных первых дней в должности:

- *Встречайтесь со служащими.* Знакомство с персоналом очень важный момент. Выясните, кто является ключевыми фигурами в организации, и выделите немного больше времени для встреч с ними. Это, безусловно, включает всю управленческую команду, но еще лучше установить

отношения намного глубже в корпоративной иерархии. Познакомьтесь с начальником склада, снабженцами, сбытовиками и инженерами. Поинтересуйтесь, с кем еще надо поговорить, чтобы получить хорошее представление о компании, ее проблемах и сильных сторонах. Устанавливая и поддерживая эти связи, вы будете иметь надежные источники информации, которые выигрывают перед обычными информационными каналами.

- *Не погружайтесь с головой в бумаги.* Хотя вы можете испытывать соблазн запереться в офисе и сосредоточенно изучить доклады руководству и статистику, но встречи с людьми являются главным приоритетом. Оставьте работу с документами на вечера и выходные, когда рядом нет никого, с кем можно провести совещание.
- *Не торопитесь принимать важные решения.* Первые несколько месяцев в должности являются вашим законным «медовым месяцем», когда подчиненные будут воспринимать вас особенно доброжелательно. Не сокращайте этот период, принимая непродуманные решения. Наилучшим подходом будет проработать некоторое время с коллективом до появления возможных решений. А когда они возникнут, то их следует обсудить с ведущими сотрудниками, прежде чем делать какие-либо заявления, от которых потом трудно отказаться.
- *Установите приоритеты.* По итогам ваших встреч составьте предварительный список рабочих приоритетов, которые должны касаться как повышения эффективности, так и необходимых организационных перестановок. Вы можете изложить общие цели на групповых совещаниях, а индивидуальные для работников задачи на встречах с ними «один на один». Всегда *заранее* информируйте сотрудников о ваших намерениях и объясняйте их целесообразность. Таким образом, люди будут подготовлены, и вы избежите проявлений удивления некоторых служащих на общих совещаниях.
- *Введите систему аттестации персонала.* Если вы намерены предоставить возможность людям уйти, то лучше всего сделать это в начале вашего пребывания в должности. Однако при недостатке правильной информации о сотрудниках существует большой риск, что вас покинут хорошие работники. Поэтому введите систему аттестации персонала как можно быстрее и используйте ее, чтобы выяснить, кто остается работать, а кто намерен уходить.

В этих общих, перечисленных здесь, руководящих принципах, делается особый акцент на общении, поскольку служащие, естественно, будут волноваться при смене руководителя, а вы можете сделать очень многое, чтобы их успокоить. Кроме того, установление личных контактов является отличным путем собственной интеграции в организацию в оперативном порядке, что намного снижает вероятность быть отвергнутым коллективом.

КОНКРЕТНЫЕ ОБЯЗАННОСТИ ФИНАНСОВОГО ДИРЕКТОРА

Мы рассмотрели, как построить работу в первые дни пребывания в должности финансового директора. Но что он делает потом? Какие основные задачи он решает? Они будут разными, в зависимости от компании, от ее доходов, от принадлежности к отрасли, от потребностей в финансировании, а также от стратегических планов руководства. Таким образом, финансовый директор придет к выводу, что в различных компаниях будут совершенно разные приоритеты. Но существуют некоторые общие для всех компаний обязанности финансового директора, которыми являются:

- *Повышение стоимости акционерного капитала.* Обычно высшим приоритетом финансового директора является неустанное проведение в жизнь стратегии, повышающей прибыльность для акционеров. Сюда входит также широкий спектр тактических задач ее реализации, призванных сократить затраты.
- *Создание надежных систем контроля.* Постоянное беспокойство у финансового директора вызывает то, что слабый контроль приведет к ситуациям, которые нанесут финансовый ущерб корпорации. Недостаточный контроль с его стороны может привести к потере должности. Поэтому постоянная работа по изучению существующих контролирующих систем является для него первостепенной задачей. Это также означает, что финансовому директору следует активно участвовать в создании механизмов контроля для новых систем, чтобы они вступали в строй с уже действующими адекватными мерами контроля. Финансовый директор обычно использует персонал службы внутреннего аудита для помощи в выявлении проблем контроля.
- *Понимание и снижение риска.* Эта довольно обширная сфера деятельности финансового директора, который должен иметь глубокое знание корпоративных систем, чтобы распознать любые риски, возникающие в различных областях, определить их величину и вероятность наступления, разработать и отслеживать реализацию стратегии уменьшения рисков, чтобы последние не нанесли серьезного вреда компании. Внимание к риску должно распространяться на некоторые или все следующие области:
  - — *Потеря ключевых партнеров по бизнесу.* Если один из основных поставщиков или потребителей отказался сотрудничать, то как это повлияет на компанию? Финансовый директор способен снизить этот риск путем выстраивания альтернативных источников поставки и расширения продаж на более широкий спектр покупателей.
  - — *Утрата брендового имиджа.* Что делать, если серьезные проблемы качества или имиджа подрывают ключевой брендовый продукт ком-

пании? Финансовый директор может снизить этот риск, используя оперативные управленческие методы при возникновении проблем с брендом, заранее разработав стратегию реагирования компании в данных ситуациях и сделав акцент на качестве бренда.

— *Ошибки при разработке продукта.* Что делать, если проектный изъян продукта причинил ущерб покупателю и это привело к плохой реализации? Финансовый директор может создавать команды быстрого реагирования с заранее разработанным планом действий, чтобы в короткое время устранить потенциальные проектные недоработки. Также должна существовать группа проверки качества проектирования, аналитические методы которой будут снижать вероятность появления дефектного продукта.

— *Изменения товарных цен.* Возможно повышение цен поставщиками или, наоборот, снижение цен вследствие ухудшения условий сбыта. В любом случае, варианты действий финансового директора включают использование долгосрочных контрактов с фиксированными ценами, а также поиск альтернативных материалов (в отношении поставщиков) или сокращение издержек для поддержания рентабельности, если цены реализации снизятся.

— *Загрязнение окружающей среды.* Судебный иск, связанный с загрязнением окружающей среды, может не только сделать компанию банкротом, но и ее должностные лица могут быть признаны персонально ответственными за это. Поэтому финансовому директору необходимо быть в курсе всех возможных расследований, связанных с загрязнением окружающей среды на существующих производственных предприятиях компании, а также сделать экологическую проверку важной частью анализа всех приобретаемых производственных мощностей. Кроме того, финансовый директор должен знать об основных законодательных документах по борьбе с загрязнением окружающей среды, которые могут влиять на успешную работу компании.

— *Валютный риск.* Инвестиции или дебиторская задолженность покупателей могут уменьшиться в стоимостном выражении в результате падения курсов иностранных валют. Финансовый директор должен знать масштабы внешнеторговой или инвестиционной деятельности, иметь представление о размере потенциальных убытков и использовать методы хеджирования, если риск достаточно велик, чтобы оправдать затраты на хедж.

— *Неблагоприятные изменения регулирующих актов.* Изменения местных, региональных или федеральных законов — от зонирования до контроля загрязнения окружающей среды и таможенных процедур — могут усложнить производственную деятельность компании и даже привести к ее остановке. Финансовый директор должен иметь

представление о законопроектах, которые могут стать причиной таких изменений, принимать участие в лоббистских мероприятиях, направленных на предотвращение подобного развития событий, и подготовить компанию к вероятным изменениям.

Срыв контрактов. Контракты могут включать условия, которые потенциально вредоносны для компании, например обязательство заказывать больше комплектующих, чем требуется, делать долгосрочные платежи по чрезмерным ставкам, воздерживаться от конкуренции в определенной отрасли, и так далее. Финансовый директор должен контролировать содержание всех существующих контрактов и изучить все новые, информировать компанию об этих невыгодных условиях, а также ограничить их влияние.

Чрезвычайные обстоятельства. Инфраструктура компании может серьезно пострадать в результате разнообразных природных и техногенных катастроф, таких как наводнение, удар молнии, землетрясение и война. Финансовый директор должен знать о таких возможных событиях и иметь планы на случай чрезвычайных обстоятельств, которые следует регулярно отрабатывать, чтобы организация имела средства спасения.

Вопросы ротации кадров. Без упорядоченного продвижения обученных и опытных кадров на всех ключевых должностях компания может столкнуться с потерей ключевого персонала. Финансовый директор должен иметь работающую систему планирования ротации кадров, определяющую персонал, потенциально подлежащий замене, и кандидатов на последующее повышение.

Служебная этика. Со стороны служащих возможны случаи нанесения сексуальных оскорблений (sexual harassment), кражи или другие подобные проступки. Финансовый директор должен координировать систему контроля за обучением и вступлением в должность новых работников, что позволит снизить риск их недостойного поведения, которое может повлечь судебные иски против компании или прямое причинение убытков.

Инвестиционные убытки. Вложение средств в слишком рискованные инвестиционные проекты может привести к крупным инвестиционным убыткам. Финансовый директор должен разработать политику инвестирования, ограничивающую варианты инвестирования теми инструментами, которые обеспечивают приемлемое сочетание ликвидности, умеренной доходности и низкого риска потерь (см. главу 13 «Инвестирование свободных средств»).

Повышение процентных ставок. Если компания имеет большой долг, процентные ставки по которому изменяются вместе с текущими рыночными ставками, то существует риск, что она будет негативно затронута внезапным взлетом процентных ставок. Этот

риск можно сократить путем перехода к долгу с фиксированными процентными ставками, а также рефинансирования под более низкий процент всякий раз, когда изменения процентных ставок позволяют это сделать.

- *Увязывание показателей деятельности со стратегией* Финансовый директор, вероятно, унаследует общекорпоративную систему показателей, которая базируется на прошлых потребностях, а не требованиях стратегического курса Ему следует тщательно удалить те показатели, которые приводят к действиям, не отвечающим стратегическому направлению, добавить новые, поощряющие выдвижение стратегических инициатив, и, кроме того, увязать систему индивидуальной аттестации с новой системой показателей Это непрерывная работа, поскольку стратегические сдвиги будут постоянно требовать пересмотра системы показателей.
- *Поощрение повышения эффективности работы во всех звеньях* Финансовый директор тесно взаимодействует с руководителями всех служб, чтобы найти новые пути улучшения работы их подразделений Это может быть сделано путем сравнения производственной деятельности корпорации с работой других компаний, проведения финансового анализа внутренних операций и использования отраслевой информации о передовых методах Эта работа предполагает умение убеждать коллег-руководителей внедрять усовершенствования, а также способность переключать финансирование на те области, которые в нем нуждаются, в целях повышения их эффективности
- *Перестановки в бухгалтерской и финансовой службах.* Хотя большинство пунктов этого списка касаются изменений в структуре всей компании, финансовый директор должен создать постоянную систему совершенствования работы внутри бухгалтерской и финансовой служб — иначе руководители других департаментов будут менее охотно прислушиваться к мнению человека, который сам не может претворить в жизнь то, за что ратует. Чтобы сделать это, финансовый директор должен сфокусировать внимание на следующих ключевых целях:
  - — *Совершенствование персонала.* Все улучшения начинаются с кадров. Финансовый директор может повысить образовательный уровень служащих компании за счет точно нацеленного обучения, обмена опытом между работниками разных специальностей и поощрения интенсивного общения внутри группы.
  - — *Совершенствование процессов.* Уделяйте внимание оперативному и точному поступлению информации из подразделений. В определенных пределах это может быть достигнуто за счет повышения степени автоматизации обработки данных, а также введения более прямого доступа к информации для основных пользователей. Следует также разработать меры контроля, которые в минимальной степени

должны войти в основные процессы корпорации, но в то же время обеспечивать адекватный уровень контроля. Кроме того, информация должна быть доступной для пользователей, что позволит им самим обрабатывать данные, исходя из своих потребностей.

— *Совершенствование организации* Перегруппируйте персонал по направлениям в работы, это будет способствовать улучшению разнообразных процессов Эти группы являются основными проводниками технологических изменении и должны быть ориентированы на ключевые цели совершенствования работы подразделений, поставленные финансовым директором.

Совместное пользование услугами Финансовый директор значительно контролирует многие административные задачи. Поэтому он может поощрять сокращение издержек путем совместного пользования услугами (когда одну и ту же работу выполняют в центральном офисе, для разных подразделений компании). Это обеспечит значительную экономию затрат и обычно реализуется совместно с исполнительным директором, которыи может отвечать за некоторые объединяемые области

Изучение возможностей «аутсорсинга» (outsourcing). Внимание управленческой команды компании должно быть сконцентрировано на основной деятельности. Финансовый директор может способствовать этому, определив и проанализировав, какие второстепенные направления деятельности поглощают много управленческого времени и/или средств, и можно ли безопасно передать их внешним исполнителям. Хотя, разумеется, не все вспомогательные функции можно им доверить, поэтому финансовый директор должен делать периодические проверки, чтобы установить, оправданы ли предыдущие шаги с течением времени.

Распределение ресурсов. В самой простой форме это предполагает анализ финансовым директором чистой приведенной стоимости (net present value) предлагаемых капитальных вложений и вынесение заключения о том, следует ли разрешать финансирование. Однако он может занять значительно более активную позицию. Например, может создать отдельный фонд для более радикальных проектов, которые, скорее всего, не пройдут жесткую процедуру одобрения капитальных вложений, и, таким образом, добавить проекты с высоким риском и высокой доходностью в портфель капитальных проектов компании. При таком подходе, финансовый директор становится внутренним венчурным капиталистом и наставником команд, работающих над этими рискованными проектами.

Поощрение инноваций. Финансовый директор может модифицировать внутренние системы показателей, отчетности и финансирования, чтобы

дать некоторым оригинальным идеям возможность распространяться по компании, в результате они могли бы заканчиваться реализацией высокоприбыльных предложений. Особенно важно применять такой подход в стабильном бизнесе, в котором основное внимание уделяется сокращению издержек, но в то же время чрезмерная концентрация на этом может препятствовать нововведениям.

Большинство отмеченных обязанностей редко полностью совпадают с возможностями финансового директора. Поэтому он должен координировать свою деятельность с руководителями других подразделений, включая такие специализированные области, как юридический и кадровый отделы, чтобы учитывать результаты и их работы. Это предполагает тесное взаимодействие с другими ответственными лицами компании, которые могут быть не подотчетны финансовому директору.

ОБЗОР ПРОЦЕССА УПРАВЛЕНЧЕСКИХ ИЗМЕНЕНИЙ*

Превращение в партнера по бизнесу, необходимого генеральным директорам, означает содействие переменам, которые затрагивают не только финансы, но и прямо влияют на производственные подразделения. Чтобы достичь этой цели, финансовый директор должен стать искусным в следующих ключевых областях управления:

- *Разработка и представление веской финансовой программы.* Основываясь как на своем собственном восприятии ситуации в компании, так и рекомендациях других, финансовый директор должен составить список основных пунктов краткосрочной и долгосрочной деятельности и запомнить их, чтобы можно было повторить эти пункты любому человеку и в любое время рабочего дня. Краткая финансовая программа является великолепным инструментом доведения намерений финансового директора до других. Регулярно просматривайте этот список и распространяйте информацию о любых изменениях в нем по всей компании.
- *Формирование способностей к переменам внутри финансовой службы.* Помимо изложения финансовой программы всем служащим компании, финансовый директор должен подкреплять ее собственным поведением, что означает демонстрацию достаточного выделения времени и денег, необходимых для того, чтобы сделать эту программу реальностью. Это также означает, что финансового директора значи-

* В обобщенном виде взято с разрешения издательства из книги: *Controllership, 2003 Cumulative Supplement* by Wilson et al. (John Wiley & Sons, 2003), p. 7–23.

тельное время должны видеть лично работающим над реализацией программы. Воспитание лояльного отношения персонала к переменам означает также учитывание мнений служащих в принятии финансовым директором решений относительно того, что следует включить в программу.

Изменение методов работы руководителей. Директор по стратегическому планированию одной из фирм, входящих в список 500 крупнейших компаний, публикуемый журналом Fortune, однажды признала, что тратит 25% своего времени на определение направления развития компании и 75% времени — на то, чтобы убедить сотрудников в том, что это правильный путь, по которому надо идти. Хотя подобный вариант распределения времени является крайностью, финансовый директор должен понимать, что многие из перемен, к которым он призывает, окажут влияние на другие функциональные сферы, находящиеся за пределами бухгалтерской и финансовой служб, и поэтому потребуют выделения значительного времени для объяснения общего видения перемен. Это требует регулярных совещаний с менеджерами по всей компании, а также хорошего умения слушать, чтобы понять любые проблемы, которые могут отразиться на реализации программы. Такие совещания должны быть эффективными, иметь четко соблюдаемую повестку дня, заканчиваться принятием постановления с указанием ответственных за выполнение принятых решений и иметь процедуру контроля, обеспечивающую своевременность их выполнения.

Поддержка со стороны генерального директора. Взаимодействуйте с генеральным директором, чтобы определить его роль в создании и реализации программы. Это требует частых совещаний по отдельным частям программы. Чтобы заручиться полной поддержкой со стороны генерального директора, особенно полезно просить его помочь в совместном решении проблем, возникающих в работе по реализации программы.

Мобилизация организации. Если генеральный директор полностью поддерживает программу финансового директора, то вся организация также должна быть мобилизована на ее выполнение. Это предусматривает разработку систем оценки и вознаграждения, призванных направить работу в правильные области, а также зримого и неизменного участия в этом высшего руководства, включая периодические «информационные мероприятия», типа общих или цеховых собраний, на которых обсуждаются продвижения в реализации компанией различных пунктов программы финансового директора.

Организационное оформление постоянного совершенствования. Когда программа выполнена, финансовый директор должен постоянно анализировать функционирование всех систем, чтобы выявить лучшие

способы управления компаниеи. Если есть возможность и проведены соответствующие изменения, то он должен изменить корпоративную систему оценки и вознаграждения для обеспечения новых инициатив, которые будут надлежащим образом поддержаны персоналом.

РАЗЛИЧИЯ В РАБОТЕ ФИНАНСОВОГО КОНТРОЛЕРА И ФИНАНСОВОГО ДИРЕКТОРА

Обсудив, что *следует* делать финансовому директору, стоит также указать на те области, в которые ему *не следует* вмешиваться. Это является особой проблемой для финансовых контролеров, которых повысили в должности до финансового директора, но которые имеют трудности с передачей своих старых обязанностей и принятием новых. В результате, имея двойную нагрузку, новоиспеченные финансовые директора плохо справляются и с работой финансового директора, и с работой финансового контролера. В табл. 1.1 представлены функции, которые обычно выполняют финансовый директор и финансовый контролер.

Таблица показывает, что в сфере бухгалтерского учета есть несколько областей, в которых эти две роли могут пересекаться. Однако, степень их участия совершенно разная. Например, когда внешние аудиторы анализируют бухгалтерские проводки компании, финансовый директор, скорее всего, будет поддерживать отношения с партнером-аудитором и разбираться с любыми вскрытыми проблемами, которые могут найти отражение в итоговом отчете. Финансовый контролер, со своей стороны, будет непосредственно работать с аудиторами, представляя бухгалтерские книги, объясняя причины конкретных бухгалтерских проводок и предоставляя персонал для вспомогательной работы, которую, в противном случае, аудиторам пришлось бы делать самим.

Та же проблема возникает в других областях бухучета, таких как подготовка докладов для руководства, финансовой отчетности или отчетов для Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC). Финансовый контролер готовит отчеты, но финансовый директор должен просмотреть их, прежде чем они будут отправлены, поскольку именно он является тем человеком, который должен объяснять их содержание читающим. Финансовому директору также нужна информация, позволяющая оценить, как представленные данные согласуются с результатами других проведенных анализов; например, если финансовый директор готовит доклад о необходимости повышения внимания к качеству продукции, отчет руководству о тенденциях в области производственных отходов непосредственно подходил бы для аналитической части доклада.

Финансовый директор и финансовый контролер играют разные роли и в бюджетном процессе. Финансовый контролер обычно решает задачи получе-

Таблица 1.1. **Обязанности должностных лиц**

Область ответственности	Финансовый директор	Финансовый контролер
БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ		
Помощь в ежегодном аудите	X	X
Своевременное погашение кредиторской задолженности		X
Взыскание дебиторской задолженности		X
Получение скидок по кредиторской задолженности		X
Своевременное выписывание счетов		X
Расчет себестоимости рабочего места		X
Расчеты с банком		X
Подготовка докладов для руководства	X	X
Подготовка финансовой отчетности	X	X
Предоставление информации в SEC	X	X
Регламенты и процедуры		X
План счетов		X
«Аутсорсинг»		X
Руководство бухгалтерами		X
Составление бюджета	X	X
Рассмотрение заявок на капвложения	X	X
Расчет заработной платы		X
Внедрение передовых методов бухучета	X	X
Финансовый анализ	X	X
Разработка оценочных показателей	X	
Расчет оценочных показателей		X
Анализ слабых мест в контроле	X	X
ФИНАНСЫ		
Формулирование финансовой стратегии	X	
Формулирование налоговой стратегии	X	
Формулирование стратегии управления риском	X	
Переговоры о поглощении	X	
Поддержание отношений с банком	X	
Организация долгового финансирования	X	
Проведение размещений акций	X	
Вложение средств	X	
Инвестирование пенсионных средств	X	
Предоставление кредита покупателям		X
Организация страхования	X	
Контроль кассовых остатков		X
Поддержание отношений с инвесторами	X	

ния информации из других подразделений и включения ее в общий бюджет. Тем временем, финансовый директор изучает данные, представленные различными подразделениями, чтобы увидеть, как они изменились с прошлого года, как поступления и расходы отражают перемены в стратегическом курсе компании, а также как обосновываются заявки на капитальные вложения.

Основной частью работы финансового директора является проведение финансового анализа различных сторон деятельности компании и усовершенствований, которые отчасти основаны на результатах финансового анализа. Финансовый директор решает, какой анализ требуется, какие следует проводить усовершенствования, и при этом представляет эту информацию руководителям других подразделений и убеждает их в целесообразности этих операций. Напротив, финансовый контролер, скорее всего, будет проводить анализы, санкционированные финансовым директором, и реализовывать улучшения в рамках бухгалтерской службы. Таким образом, в этих областях существует двойная роль для финансового директора и финансового контролера, но на разных уровнях.

Системы контроля также привлекают внимание обоих должностных лиц. Финансовый директор крайне заинтересован в мерах контроля, поскольку любые проблемы с контролем негативно отражаются на его работе. Финансовый контролер также заинтересован в контроле, отчасти для того, чтобы высвечивать проблемы для финансового директора, но главным образом, чтобы убедиться, что существующий набор мер контроля работает, как планировалось. Финансовый директор может оказать особое содействие во введении или изменении мер контроля, затрагивающих другие подразделения, поскольку финансовый директор отвечает за налаживание отношений между бухгалтерией и другими службами компании.

Область финансов требует минимального внимания финансового контролера, который отвечает только за повседневную деятельность по предоставлению кредита покупателям и контроль кассовых остатков, т. е. за простые операции, легко выполняемые на уровне исполнителей. Во всех других отношениях финансовая работа предполагает специальные знания в области банковской практики, общей корпоративной стратегии, инвестирования и привлечения средств, что непосредственно относится к компетенции финансового директора.

Основной вывод из этого сравнения функций финансового директора и финансового контролера состоит в том, что финансовый контролер отвечает в основном за повседневную бухгалтерскую деятельность, а финансовый директор должен ограждать себя от такой деятельности и концентрироваться на принципиальных вопросах разработки систем контроля, стратегического курса и проблем финансирования. Любой, кто попытается совместить обе должности, за исключением небольших компаний, где недостаток средств обычно ведет к слиянию этих должностей, будет завален обилием работ, которые необходимо выполнить. В реальности, совместитель будет тяготеть к рутинным

обязанностям финансового контролера и не будет решать задач финансового директора вследствие представления, что ежедневная бухгалтерская работа *должна* быть выполнена, а стратегические проблемы всегда можно решить тогда, когда освободится время для этого. Хотя такой подход может работать в течение короткого времени, но недостаточное внимание к обязанностям финансового директора, в конечном счете, приведет к стагнации, неэффективности и плохому использованию потенциальных источников финансирования.

ОТНОШЕНИЕ ФИНАНСОВОГО КОНТРОЛЕРА К ФИНАНСОВОМУ ДИРЕКТОРУ*

В крупной компании существует четкое разграничение функций финансового директора и финансового контролера. Однако в небольшой компании четкое разделение этих ролей отсутствует, поскольку финансового директора здесь обычно нет. По мере роста компании она обзаводится финансовым директором, который должен затем отвоевать у финансового контролера некоторые функции, традиционно относящиеся к прямым обязанностям финансового директора. Эта передача может привести к определенному конфликту между финансовым контролером и финансовым директором, который рассматривается в настоящем параграфе. Кроме того, исторически карьерный рост финансового контролера всегда проходил через должность финансового директора; когда эта должность уже занята и, скорее всего, останется таковой, могут появиться некоторые трудности с финансовым контролером. Настоящий параграф рассматривает и эту проблему.

В небольшой компании финансовый контролер обычно управляет всеми финансовыми функциями, такими как получение и поддержание кредитных линий, управление наличностью, определение кредитных лимитов для покупателей, работа с инвесторами, управление инвестициями пенсионного фонда и страхование. Это традиционные функции финансового директора, и, когда в компании возникнет потребность в нем, финансовый директор захочет забрать их у финансового контролера. Это может перерасти в борьбу за власть, хотя и кратковременную, поскольку финансовый контролер всегда подотчетен финансовому директору и долго не продержится, если не будет взаимодействия. Тем не менее это трудная ситуация, поскольку после появления финансового директора финансовый контролер, по существу, перемещается на ступеньку вниз в организационной структуре. Так, финансовый директор заменяет финансового контролера в правлении. Если финансовый контролер амбициозен, то это, вероятно, приведет к его скорому уходу. Если это хороший финансовый контролер, то его уход станет серьезной потерей,

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из книги: *Controllership* by Wilson et al. (John Wiley & Sons, 1999), p. 20–21.

поскольку очень трудно заменить человека, досконально знающего процессы и структуру взаимодействия в компании.

Финансовому контролеру следует поискать себе дополнительные обязанности, если он или она считает, что человек, только что занявший пост финансового директора, является препятствием его дальнейшему продвижению. Однако это не должна быть тупиковая должность. Финансовому контролеру необходимо поговорить с финансовым директором о перспективах карьерного роста в компании и предположить, что, возможно, существуют другие обязанности, которые могут заменить те, которые были переданы финансовому директору. Например, некоторые финансовые контролеры курируют службу снабжения; эта практика будет расширяться по мере осознания финансовыми контролерами того, что значительная часть документов, от которых они зависят, берет начало в этой области, и они могут получить возможность осуществлять контроль над происходящими там процессами, приобретя соответствующий практический опыт. Финансовый контролер может быть задействован в административной, кадровой и компьютерной областях, которые иногда подчинены финансовым контролерам. Тот факт, что появился новый финансовый директор, не означает, что финансовый контролер должен немедленно увольняться; возможно, существуют иные пути, связанные с решением родственных задач, которые могут переориентировать карьеру финансового контролера в других направлениях.

Должность финансового директора предполагает исключительный акцент на управлении деньгами, включая такие задачи, как определение подходящих инвестиционных инструментов для свободных денежных средств, работа с кредиторами по различным видам долга, презентации для финансовых аналитиков и общение с инвесторами. Ни одна из этих задач не относится к числу тех, к которым готовят бухгалтеров. Вместо этого, традиционная подготовка финансовых контролеров включает проведение учетных операций, составление финансовой отчетности и анализ процессов. Требования, предъявляемые к должности финансового директора, и подготовка к работе в этой должности являются настолько иными, что кажется странным, что финансовый контролер ожидает назначения на должность финансового директора. Тем не менее это распространенное ожидание среди контролеров, регулярно порождающее проблемы между финансовым контролером и финансовым директором, когда последний приходит на новую должность.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Возможно, из этой главы стало очевидно, что основные качества финансового директора не лежат в сфере бухгалтерской компетентности. Если бы

генеральному директору захотелось иметь специалиста в данной области, то он нанял бы великолепного бухгалтера, и оставил бы должность финансового директора незанятой. Напротив, ключевые качества финансового директора состоят в способности находить новые пути решения проблем и использовать умение менять подходы к управлению, чтобы в дальнейшем реализовывать их. Концентрируясь на этих ключевых областях, финансовый директор оказывает наибольшее позитивное влияние на общую ценность компании.

Кроме того, финансовый директор должен посвящать значительную часть своего времени разработке и реализации эффективных стратегий в бухгалтерской и налоговой областях, а также в области информационных технологий (если он ответственен за нее). Эти темы рассматриваются в главе 2 «Финансовая стратегия», главе 3 «Налоговая стратегия» и главе 4 «Стратегия в области информационных технологий».

ГЛАВА 2

ФИНАНСОВАЯ СТРАТЕГИЯ

Эта книга построена на концепциях финансового менеджмента, анализа и бухгалтерского учета, а также привлечения средств. Однако настоящей проверкой состоятельности финансового директора является качество принимаемых им решений по вопросам, влияющим на финансы компании. Для других вопросов он может нанять квалифицированных финансовых контролеров или аналитиков, которые могут решить эти дела вполне неплохо с технической точки зрения. Но в области принятия стратегических финансовых решений доллар стоит у стола финансового директора. В этой главе мы рассмотрим ряд обычных областей принятия решений, с которыми сталкивается финансовый директор. В целом, они группируются в том же порядке, в котором их можно встретить в балансовом отчете и далее в отчете о прибыли. В конце главы рассматривается анализ производительности, и как он может изменить финансовые решения.

ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА

Сокращение размеров валютного риска

Финансовый директор, чья компания участвует в международной торговле, должен беспокоиться о потенциальных изменениях стоимости валют его торговых партнеров. Например, если компания продает товары французской фирме и получает платеж после того, как евро упал в цене, то эта компания принимает на себя снижение стоимости евро, создающее убыток. Любой из следующих методов или их комбинация могут быть использованы, чтобы избежать убытка:

- При продаже иностранному покупателю избегайте долгосрочных сроков оплаты. Если *такие условия необходимы для того, чтобы обеспечить продажу, то компенсируйте* потенциальный валютный риск взиманием процентов за просроченные платежи, либо поощряйте раннюю оплату скидкой.

- Покупая у иностранного поставщика, делайте закупки на максимально долгосрочных кредитных условиях, чтобы платить позднее менее дорогими средствами.
- Покупая у иностранного поставщика, избегайте авансовых платежей. В ожидании производства платежа компания может заплатить потенциально менее дорогой валютой. При ведении операций в иностранном государстве избегайте накапливать там избыток наличности; вместо этого инвестируйте в сильные валюты.
- При ведении разнообразных операций в различных иностранных государствах хеджируйте риск валютного убытка по сделке путем проведения компенсирующих сделок в противоположном направлении. Например, если одна сделка предусматривает обмен евро на доллары через 90 дней, то проведите еще одну сделку, по возможности с другим филиалом, предусматривающую обмен примерно такого же количества долларов на евро примерно в те же сроки.
- В целом, хеджируйте потенциальный риск покупкой форвардного валютного контракта.

Если объемы валютных сделок небольшие, то потенциальный риск убытка будет таким же небольшим, и поэтому не заслуживает особого внимания со стороны финансового директора. Однако если рассматриваются крупные иностранные контракты, то он, несомненно, должен их контролировать. Если компания ведет значительную внешнюю торговлю, то сокращение валютного риска является настолько важным вопросом, что финансовому директору следует подумать о создании отдела хеджирования, который будет заниматься только отслеживанием и смягчением этой проблемы.

Решение изменить отношения с банком

Хорошие отношения с банком исключительно важны для финансового директора. Они должны включать отличное взаимодействие всех отделов банка, минимум операционных ошибок, умеренные сборы, разумные уровни залога активов по кредитам, онлайновый доступ к информации о счетах и способность проводить современные сделки, типа аккредитивов. Крупные компании с большими объемами операций и кредитными потребностями, вероятно, будут иметь все это. Однако небольшие фирмы не в состоянии принести банку достаточную выгоду, оправдывающую высокий уровень сервиса, и поэтому они, видимо, будут ущемлены в плане клиентских услуг и выгодных кредитных условий.

Особой заботой финансового директора расширяющейся компании является выяснение пределов возможностей небольшого местного банка, с которым компания начинала и продолжает вести свой бизнес. Эти банки могут предложить вполне заботливое отношение, но вряд ли что они смогут предоставить онлайновый доступ к счетам или какую-либо поддержку международных операций.

Если такие проблемы действительно есть, то существуют несколько основных факторов для принятия решения о том, что необходимо изменить отношения с банком. Первым является простое отсутствие внимания со стороны банка, что представляется вполне обычным для крупных банков, обслуживающих тысячи деловых клиентов, — один теряется в толпе. Это становится основанием для разрыва отношений главным образом тогда, когда необходимы специальные операции, требующие участия служащего банка, например, аккредитивы или телеграфные переводы. Если никто не поднимает трубку или не перезванивает в достаточно короткое время, и это приводит к значительным проблемам в бизнесе, то необходимо отказаться от услуг такого банка. Второй причиной являются пределы возможностей банка, как было отмечено выше. Учитывая трудности при смене банка (см. ниже), следует быть уверенным, что дополнительные услуги действительно необходимы. Третьей и наименее оправданной причиной смены банка является стоимость обслуживания. По сравнению с другими затратами компании банковские сборы являются относительно небольшими и поэтому могут быть причиной разрыва отношений с банком только наряду с каким-то иным фактором, например, плохим обслуживанием.

У финансового директора могут быть разные причины для перехода в другой банк, но он должен помнить о том, что очень трудно остановить все банковские операции в одном банке и начать их в другом. В нижеследующем списке перечислен ряд процедур, которые необходимо провести при смене банка:

- Принятие постановления в компании о смене банка.
- Открытие счетов в новом банке.
- Заказ чековых бланков для новых счетов.
- Уведомление поставщиков, которые делают прямые списания со старых счетов, с просьбой переключиться на новые счета.
- Проведение расчетов с банком по старым счетам до тех пор, пока все чеки не будут оприходованы.
- Телеграфный перевод средств со старых счетов на новые.
- Закрытие старых счетов.
- Уничтожение всех оставшихся чековых бланков.
- Приглашение аудиторов для проверки старых и новых счетов в конце года.
- Договоренность о кредитах с новым банком.
- Получение новых кредитов и погашение старых.
- Аннулирование старых займов.

Ясно, что количество шагов, необходимых для смены банка, должно заставить финансового директора хорошо подумать, прежде чем приступить к этому. Намного легче оставить все как есть, если только не существуют действительно важные факторы в пользу перемен.

ИНВЕСТИЦИИ

Максимизация рентабельности активов

Финансовый директор может получить отличное представление об эффективности компаний при внимательном отношении к показателю рентабельности активов (РА). Поскольку этот показатель отслеживается также аналитиками и инвесторами, то полезно знать его компоненты, как ими можно манипулировать для повышения РА и как эти изменения следует делать в свете общей стратегии компании.

Как показано на рис 2.1, показатель РА состоит из коэффициентов (на левой стороне рисунка) и оборота активов (на правой стороне рисунка). Умножение процента доходов на оборот активов дает рентабельность активов. Многие компании имеют давнюю традицию выдавливания всевозможных издержек из своих операций, что несомненно влияет на первую половину уравнения РА. Однако оборот активов либо игнорируется, либо получает гораздо меньший приоритет. Финансовому директору следует анализировать эту вторую часть расчета, чтобы увидеть, какие сокращения активов, в области как оборотного, так и основного капитала, могут быть сделаны для того, чтобы достичь более высокой РА.

Методы сокращения оборотных средств рассматриваются в параграфе «Оборотные средства» далее в этой главе. Сокращения постоянных активов

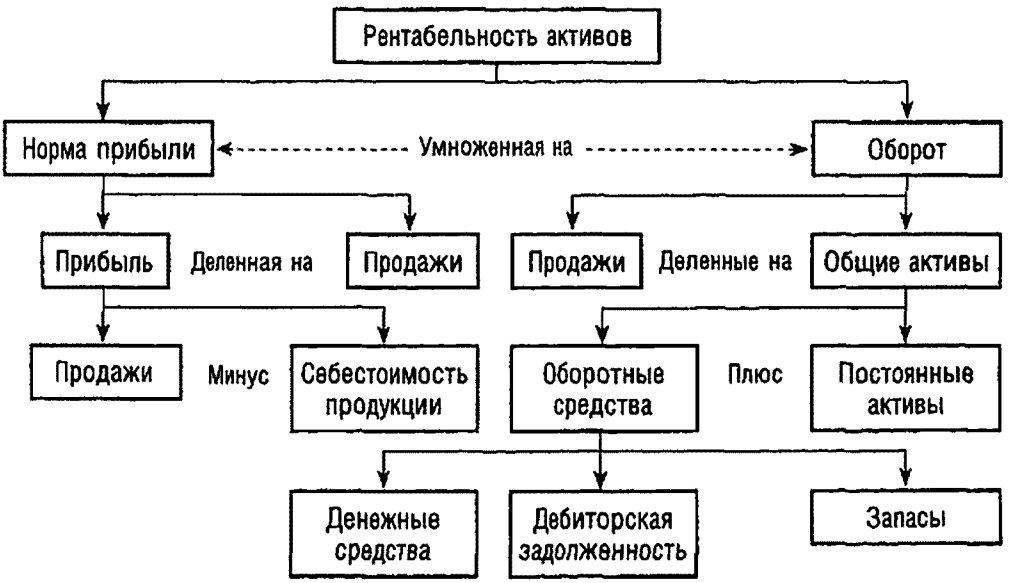


Рис. 2.1. Компоненты рентабельности активов

можно достичь путем продуманного процесса капитального планирования (см. главу 10 «Бюджетирование капитала»), а также посредством постоянного отслеживания и избавления от потенциально неиспользуемых активов и изучения возможностей «аутсорсинга» для того, чтобы переложить издержки дорогостоящих мощностей и оборудования на поставщиков.

Анализируя возможности улучшения РА, финансовый директор должен помнить, что чрезмерное сокращение затрат и активов может *повредить* компании, в результате чего понизится качество ее продукции, она останется с минимумом резервных производственных мощностей в периоды высокого спроса и сократятся масштабы ее деятельности в сфере исследований и разработок. Таким образом, улучшение РА не следует доводить до крайности, хотя оно, несомненно, требует постоянного внимания.

Решение о рефинансировании облигаций

Компания может выкупить облигации у инвесторов до их погашения, но только в том случае, если существует положение об отзыве облигации, или если они первоначально были выпущены как серийные облигации. Положение об отзыве дает компании право выкупить облигации в заранее установленные даты в течение существования данного выпуска, а метод серийных облигаций предусматривает различные даты погашения облигаций в рамках общего облигационного выпуска. Таким образом, положение об отзыве дает компании опцион на выкуп облигаций, а серийность требует от компании выкупать их. В любом случае, наличие этих свойств выкупа облигаций будет уменьшать их стоимость, что приведет к более высокой реальной процентной ставке, которую должна платить компания.

Здесь финансовый директор должен принять решение о добавлении выкупных характеристик к облигациям *до* их эмиссии. Если нет обоснованных причин ожидать поступления средств для досрочного выкупа облигаций, и если выплачиваемая процентная ставка выглядит разумной, то нет особой необходимости в выкупных характеристиках. Однако, если это не так, финансовому директору стоит посоветовать добавить положение об отзыве, поскольку этот опцион дает фирме право выкупить облигации, но не обязывает ее делать это. Серийная характеристика менее полезна, поскольку включает прямое требование делать наличные выплаты с регулярными интервалами для выкупа конкретных облигаций, тогда как финансовый директор, возможно, мог бы найти этим средствам лучшее применение.

Если финансового директора беспокоит, что наличие любой из характеристик отзыва приведет к более дорогой процентной ставке, то он может добавить облигациям другие характеристики, например, конвертируемость или варранты, которые повысят ценность облигаций для инвесторов и, таким образом, удержат эффективную процентную ставку от повышения.

ОБОРОТНЫЕ СРЕДСТВА

Методология сокращения оборотных средств

Типичный финансовый директор постоянно находится в поиске готового источника недорогих средств для компании. Одним из лучших источников являются оборотные средства, состоящие из дебиторской задолженности плюс товарно-материальные запасы, минус кредиторская задолженность. Эти «плавающие» средства необходимы для осуществления финансово-хозяйственной деятельности. Сокращая сумму дебиторской задолженности и запасов или растягивая сроки оплаты по кредиторской задолженности, финансовый директор имеет доступ к готовому источнику денежных средств. Вот некоторые действия, которые можно предпринять для доступа к этим фондам:

Дебиторская задолженность

- *Автоматизация учета взыскания дебиторской задолженности.* Ведение учета звонков дебиторам, включая информацию о том, с кем говорили, когда был сделан звонок и каков результат, является трудоемкой рутинной работой с высокой вероятностью ошибок. Работники, занимающиеся взысканием, могут значительно повысить эффективность своей работы, если получат компьютерную базу данных, связанную с бухгалтерским учетом дебиторской задолженности компании.
- *Раннее выставление повторяющихся счетов.* Если клиент подписывает контракт на долгосрочное обслуживание, то ему можно высылать счета чуть раньше в надежде на более раннюю оплату.
- *Изменение условий выплаты комиссионных.* Работникам, занимающимся сбытом, следует платить комиссионные исходя из денежных средств, полученных от покупателей, а не объема проданных им товаров. Таким образом, сбытовики будут прямо заинтересованы в нахождении кредитоспособных покупателей и получении от них оплаты.
- *Поощрение автоматизированных клиринговых платежей.* Если покупатель имеет долгосрочные отношения с компанией, попросите его установить систему автоматизированных клиринговых платежей, при которой деньги переводятся непосредственно на банковский счет компании и таким образом устраняются любые почтовые задержки.
- *Поощрение оплаты кредитными картами.* Если суммы являются сравнительно небольшими, делайте пометку на счете-фактуре, что компания принимает оплату разнообразными кредитными картами. Таким образом, покупатели будут стремиться использовать этот метод для ускорения движения денежных средств.

- *Факторинг дебиторской задолженности.* Договоритесь с кредитором о платеже компании в момент выставления счетов, используя дебиторскую задолженность в качестве обеспечения.
- *Предоставление скидок за раннюю оплату.* Предлагайте клиентам скидки, если они платят через небольшое количество дней после получения счета.
- *Резервирование банковских ячеек.* Заведите банковские ячейки вблизи офисов клиентов и попросите их отправлять платежки в эти ячейки. Таким образом, можно значительно сократить почтовые задержки платежей.
- *Дифференцирование счетов.* Дифференцируйте счета дебиторской задолженности по размеру и скоординируйте работу персонала, занимающегося сбором платежей, на крупнейших счетах. Таким образом, вся мощь подразделения будет обращена на счета, приносящие наибольшие суммы денежных средств.
- *Ужесточение условий предоставления товара в кредит.* Внимательно анализируйте платежную историю имеющихся клиентов и проводите более интенсивную проверку новых клиентов, сокращая тем самым объем просроченных долгов.

Товарно-материальные запасы

- *Консолидация складов.* Если имеется много складов, то компания, вероятно, хранит одни и те же виды запасов в различных местах. Консолидация складов может устранить некоторое дублирование.
- *Организация системы планирования материалов.* Система планирования потребностей в материалах позволит компании точно определить, какой материал нужен и к какому сроку. Такие системы обычно приводят к значительным сокращениям уровней запасов и устраняют избыточные закупки.
- *Методы организации производства «точно вовремя».* Существует много методов организации производства, объединенных общей концепцией «точно вовремя» («just-in-time»), например, сокращение времени наладки, «ячеистое производство» и минимальное время производства. Эти методы требуют минимальных запасов для текущего производства и, кроме того, порождают гораздо меньше отходов.
- *Поддержание точных спецификаций материалов.* Невозможно создать работоспособную систему минимальных запасов для текущего производства или систему «точно вовремя», не зная определенно, какие компоненты требуются для производства продукции. Поэтому точность спецификации материалов по крайней мере в 98% является основой для других нововведений, которые значительно понизят уровень товарно-материальных запасов.

- *Возврат комплектующих поставщикам.* Если детали не нужны, верните их поставщикам за наличный расчет или в кредит.
- *Складирование меньшего ассортимента готовой продукции.* Распределение продаж продукции отображается колоколообразной кривой, где основной объем всех продаж концентрируется всего в нескольких товарных позициях. Финансовому директору следует анализировать виды готовой продукции, которые продаются редко, чтобы увидеть, стоит ли их хранить вообще.
- *Складирование узлов, а не готовых изделий.* Складированные комплектующие потенциально могут быть использованы при производстве различных видов готовой продукции, тогда как готовые изделия должны быть проданы «как есть». Поэтому стратегия поддержания запасов на уровне узлов по возможности до последнего момента приведет к меньшему числу складских помещений и, следовательно, меньшим капиталовложениям в товарно-материальные запасы.

Кредиторская задолженность

- *Сокращение предоплаты.* Если поставщик настаивает на том, чтобы компания вносила авансовые платежи за различные товары или услуги, попытайтесь уменьшить объем предоплаты или растянуть платежные интервалы, сократив тем самым авансовые денежные обязательства.
- *Оплата чеков со счета в другом городе.* Можно открыть счет в банке другого города и оплачивать чеки с этого счета. В этом случае потребуется немного больше времени на инкассацию чеков, что позволит компании использовать эти денежные средства в течение одного-двух дней дополнительно.
- *Затягивание платежей в разумных пределах.* Обычно поставщики не предпринимают меры по взысканию просроченных чеков до тех пор, пока не пройдет несколько дней после установленной даты платежа. Компания может воспользоваться преимуществом этого льготного периода, если в разумных пределах отложит дату платежа на несколько дополнительных дней. Однако такая стратегия может привести к более низким кредитным рейтингам, устанавливаемым кредитными агентствами, и, разумеется, не повысит ценность компании в глазах поставщиков.
- *Договоренность о более длительных сроках оплаты.* Возможно, удастся договориться с поставщиками о более длительных сроках оплаты, хотя это может привести к встречным условиям, например, к согласию на более крупные заказы или более высокие цены.
- *Оплата картой с дебетовым сальдо для продления срока платежей.* Многие поставщики разрешают оплачивать их счета кредитными картами. Если сделать это в установленную дату платежа и затем подождать с

пополнением кредитной карты до даты окончания цикла оплаты этой кредитной карты, то можно существенно удлинить сроки платежа.

Хотя финансовый директор может попросту воспользоваться полным перечнем мер, позволяющих бесплатно получить крупную сумму денег, но существует ряд вопросов, которые следует учитывать, прежде чем сделать это. Например, ужесточение кредита может противоречить общей корпоративной стратегии, допускающей более высокие убытки от просроченных долгов в обмен на больший объем продаж клиентам с повышенным риском. Аналогичным образом, односторонее продление сроков оплаты ключевому поставщику может повредить рабочим отношениям с деловым партнером и, возможно, привести к повышению цен, установленных поставщиком, или к снижению приоритетности поставок. Другой пример: решение хранить на складе меньше готовой продукции может повредить обслуживанию клиентов, особенно когда компания заработала свою репутацию наличием широкого ассортимента товарных запасов, доступного клиентам в любой момент. Далее, компания в отрасли с низкой нормой прибыли может быть не в состоянии осуществить факторинг своей дебиторской задолженности или принимать оплату кредитными картами, поскольку связанные с этим платежи за кредит «откусят» слишком большой кусок ее прибыли. Таким образом, финансовый директор может использовать вышеизложенные предложения только после должного учета их влияния на общую стратегию компании.

Решение о снижении уровня товарно-материальных запасов более детально рассматривается в следующем параграфе.

ЗАПАСЫ: РЕШЕНИЕ О СОКРАЩЕНИИ ТОВАРНО-МАТЕРИАЛЬНЫХ ЗАПАСОВ

Финансовый директор, действительно озабоченный сокращением издержек и к тому же стремящийся увеличить денежные поступления, будет воинственно требовать сокращения запасов всеми возможными способами, поскольку потенциально это может высвободить значительную сумму денег в результате устранения затрат, связанных с хранением запасов. Однако есть некоторые вопросы, которые нужно рассмотреть, прежде чем яростно биться за неуклонное сокращение запасов.

Во-первых, следует учитывать категории запасов и нацеливаться только на те из них, которые не окажут негативного воздействия на другую деятельность компании. Например, уменьшение запасов готовой продукции может подорвать продажи, поскольку клиенты могут покупать только наличный товар, не желая ждать чего-то, что нужно заказывать или произвести. Это особенно важно для розничного бизнеса с интенсивным сервисным обслу-

живанием, типа тех компаний, которые утверждают, что имеют в наличии *все* запчасти в *любое* время. Если компания имеет меньше запасов, то в этой ситуации возрастут издержки, так как она будет вынуждена платить за экстренную доставку, чтобы получить необходимый компонент клиентского заказа. Однако уровни запасов готовой продукции могут все же быть понижены в результате отслеживания тенденций использования отдельных товаров и снижения безопасных уровней запасов по тем из них, которые демонстрируют тенденции к сокращению продаж.

Запасы для текущего производства станут огромным бременем для оборотных средств компании с неэффективными технологическими процессами, но сокращение запасов может, тем не менее, породить хаос в этой области, если этим сокращением не управлять надлежащим образом. Крупные остатки незавершенного производства станут неизбежным «узким местом» в технологическом цикле, а издержки процесса избавления от них порой выше, чем затраты на буферные запасы (см. анализ производительности в конце этой главы). Кроме того, при отсутствии надлежащей системы размещения технологического оборудования в цехе большие объемы незавершенного производства могут оказаться единственным способом поддержания видимости порядка в производственном процессе. Поэтому, лучше сначала детально проанализировать производственные операции, чтобы увидеть, где есть действительно избыточные объемы незавершенного производства. И после этого внедрить производственные системы, например, систему планирования производственных ресурсов или систему «точно вовремя», с помощью которых можно постепенно уменьшать уровни незавершенного производства по мере того, как производственный процесс становится более структурированным и легче управляемым. Финансовому директору также следует знать, что старые запасы незавершенного производства часто маскируют большие объемы устаревших или не соответствующих спецификациям деталей, которые никто не хочет списывать. Поэтому, списание является обычным результатом сокращений в области запасов для незавершенного производства.

Сырье является одной из лучших областей для проведения сокращения запасов. Именно здесь с наибольшей силой проявляются системы планирования производственных ресурсов или «точно вовремя», отчетливо обнажающие любые виды запасов, которые в настоящее время не нужны для запланированных производственных целей. Однако этот анализ может обнаружить ряд сырьевых позиций, которые также являются устаревшими и, следовательно, имеют минимальную или пониженную ценность, что ведет к значительному снижению оценки запасов. В качестве альтернативы, финансовый директор может согласиться на значительную плату за возврат, чтобы убедить поставщика взять назад ненужные товары. Может оказаться полезным поручить снабженцам составить список тех неиспользуемых ресурсов, которые можно вернуть поставщикам, и, таким образом, финансовый директор получит представление о затратах, связанных с этой формой сокращения запасов.

Есть несколько вопросов, о которых финансовому директору нужно помнить, когда он пытается сократить запасы. Во-первых, как только что отмечалось, шансы на успешное сокращение запасов меняются в зависимости от их типа Во-вторых, сокращение запасов без надлежащего учета его влияния на другие стороны деятельности, например, сокращение услуг клиентам, может в действительности повысить издержки. В-третьих, есть предел тому, насколько можно уменьшить уровень запасов без компенсирующих инвестиции в системы производственного планирования, эффективность которых обеспечит их сокращение. Таким образом, сокращение запасов не является простым решением; любые действия требуют внимательного учета сопутствующих издержек, а также определения степени их влияния на другие области бизнеса.

ОСНОВНЫЕ СРЕДСТВА: АРЕНДА ИЛИ ПОКУПКА

При аренде компания платит арендодателю за использование оборудования, находящегося в собственности арендодателя. По условиям этого соглашения компания делает ежемесячные платежи, а арендодатель держит актив на своем балансе и начисляет амортизацию, платит налог на имущество, оплачивает ремонт и техническое обслуживание. Обычно арендодатель забирает актив по окончании срока аренды, если только компания не желает выплатить сбор в конце договорного периода, чтобы выкупить актив по остаточной стоимости и поставить его на свой баланс.

Арендное соглашение обычно бывает довольно дорогостоящим для арендатора, поскольку он оплачивает процентные издержки, прибыль, налоги, ремонт и снижение стоимости актива. Однако он и так должен был бы платить за все это, за исключением прибыли арендодателя и процентных издержек, если бы купил актив. Поэтому, это является привлекательным вариантом, особенно в отношении использования тех активов, которые имеют тенденцию быстро обесцениваться или изнашиваться, и которые в любом случае необходимо заменять в конце срока аренды.

Стоимость аренды обычно высока, поскольку ряд переменных, включенных в ее расчет (например, окончательный платеж, процент, остаточная стоимость актива и цена возврата), сильно затрудняют арендатору определение истинной стоимости того, что он получает. Поэтому, при использовании лизинга, как одного из вариантов финансирования, финансовый директор должен очень внимательно проанализировать отдельные статьи расходов, которые составляют общую сумму арендной платы, вероятно используя показатель чистой приведенной стоимости, чтобы убедиться, что общие затраты являются обоснованными (см. главу 10 «Бюджетирование капитала»).

КРЕДИТОРСКАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ: РЕШЕНИЕ ПОЛУЧИТЬ СКИДКУ ЗА РАННЮЮ ОПЛАТУ

Некоторые поставщики делают пометку на своих счетах, что клиенту будет предоставлена скидка, если он оплатит счет в короткие сроки. Примером такого предложения является «2/10 N/30», что означает: «оставьте себе 2% от цены, если вы заплатите в течение 10 дней, или оплатите всю сумму через 30 дней». Финансовый директор должен знать, как рассчитать экономию, которая будет получена от такого предложения. Основная формула следующая:

$$\frac{\text{Потерянная скидка}}{\text{Долларовая выручка, которую можно использовать, если не воспользоваться скидкой}} \times \frac{360}{\text{Число дней, в течение которых можно использовать деньги, если не воспользоваться скидкой}}$$

Например, Columbia Rafting Company имеет возможность получить 1%-ную скидку по счету за новый надувной плот, если она сделает платеж через 10 дней. Счет выставлен на 12 000 долл. и обычно оплачивается через 30 дней. Расчет следующий:

$$\frac{\$120}{\$11\,880} \times \frac{360}{20}$$

1,01% × 18 = 18,2% (процентная ставка по предложенной скидке)

В этом примере ставка 18,2% по скидке за раннюю оплату, вероятно, сделает ее привлекательной для финансового директора. Однако следует учитывать наличие денег, прежде чем принимать такое предложение. Например, что делать, если нет свободных денежных средств или кредитная линия компании не может быть изменена для производства ранней оплаты? Даже если деньги есть, но существует риск нехватки наличности в ближайшее время, то финансовый директор все равно может оказаться не в состоянии принять такое предложение. Короче, независимо от того, насколько привлекательным может быть предложение, краткосрочная нехватка наличности может помешать воспользоваться скидкой за раннюю оплату.

ДОЛГ

Решение увеличить задолженность

Финансовый директор должен регулярно анализировать потребность в увеличении задолженности, как части общей стратегии финансирования, которая может включать другие формы привлечения средств, например, сокращение потребности в оборотном капитале или проведение размещения акций. При принятии решения о долге должны быть рассмотрены следующие факторы:

- *Условия существующих займов.* Юридическое соглашение об имеющемся кредите может лимитировать получение новых траншей до тех пор, пока текущий долг не будет выплачен, либо уменьшен до определенного уровня. Оговорки могут также ограничивать соотношение «долг/собственный капитал» (см. следующий пункт), что делает невозможным расширение долга без предварительного наращивания собственного капитала
- *Текущий уровень долга по отношению к собственному капиталу* Кредиторы будут с подозрением относиться к запросам о дополнительном транше, если нет уравновешивающей суммы собственного капитала. Компании с высоким соотношением «долг/собственный капитал», вероятно, посоветуют поискать добавочный капитал, прежде чем ей будет предоставлен дополнительный кредит.
- *Сроки погашения долга.* Старайтесь не брать новый долг с датой погашения, совпадающей с датой погашения старого долга. Таким образом, будет меньше риска, что придется рефинансировать крупные суммы долга в одно и то же время.
- *Деловой цикл.* Некоторые виды бизнеса имеют естественные пики и спады доходов, что резко сокращает их способность погашать кредиты в периоды замедления. Такому типу бизнеса нужна более высокая доля собственного капитала, чтобы избежать риска дефолта по кредитам.
- *Товарные циклы.* Если производимые линейки продуктов морально стареют и стоят перед перспективой снятия с производства, компания может иметь низкую способность погашать займы, срок которых истекает после планируемой даты прекращения производства этой продукции.
- *Перенесение чистого операционного убытка (ЧОУ) на будущие периоды.* Если компания имеет крупный ЧОУ, который она может использовать для сокращения налогооблагаемого дохода, то она не будет иметь возможности сразу вычитать из налогооблагаемой базы процентные платежи, хотя при использовании долга можно все же отложить использование ЧОУ на более поздние годы.*
- *Потребность в резервном заимствовании.* Финансовый директор всегда должен планировать возможность получения большего объема заемных средств по кредитной линии, чем фактически необходимо. Тем самым, можно легко справляться с непредвиденными потребностями в денежных средствах.

В реальности, финансовый директор будет чаще поставлен в тупик первыми двумя пунктами, чем всеми остальными. Если на балансе уже слишком

---

* Российская практика отличается от изложенной здесь — см Послесловие — *Прим. науч. ред*

много долга или юридические положения имеющихся займов имеют ограничения, то в ближайшее время не будет возможности получить дополнительные кредиты Остальные пункты являются по своей природе скорее рекомендательными, поскольку финансовый директор должен учитывать их, но в реальности может быть вынужден принять условия любой предложенной сделки, если привлечение заемных средств является важным приоритетом в краткосрочном плане.

Решение о рефинансировании

Финансовый директор должен регулярно анализировать стоимость всех типов долга компании, чтобы увидеть, не является ли он слишком дорогим, и, следовательно, заслуживающим рефинансирования. Хотя это может казаться простым делом, есть несколько моментов, которые нужно учитывать. Во-первых, компания может иметь очень тесные отношения с одним кредитором, который предоставил ей все кредиты. Если это так, то погашение самого дорогого заима в кредитном портфеле не возвысит благосклонные чувства этого важнейшего кредитора к компании. В рамках этого сценария может оказаться невозможным даже рефинансирование отдельного кредита в портфеле, поскольку кредитор провел перекрестный залог всех активов компании по различным кредитным договорам. Так как нет обеспечения для получения кредита от другого кредитора, компания может рефинансировать долг только путем перевода всего пакета займов на нового кредитора

Другой момент состоит в том, что долг, который финансовый директор хочет заменить, имеет фиксированную процентную ставку, а самый недорогой замещающий долг имеет плавающую процентную ставку. Решение переключиться с ценной бумаги с фиксированной ставкой на условия, при которых ставка может существенно возрасти, должно быть предметом тщательного обсуждения. Финансовый директор может уменьшить риск быстрого повышения ставки посредством договоренности о ежегодном лимите на любое ее повышение в течение срока нового заима. Решение перейти на плавающую ставку часто вызвано предстоящей датой выплаты займа, при которой максимальное увеличение процентной ставки все же не превысит фиксированную ставку по текущему займу к тому времени, когда заем должен быть выплачен. Например, The International Pickle Company имеет долгосрочный заем под 10% годовых. Финансовый директор рассчитывает погасить этот заем через пять лет. Между тем, ему предложили 6%-ный заем с плавающей ставкой и лимитом ежегодного повышения ставки в 1,5%, который не будет действовать до конца каждого года. Он подсчитывает, что, даже если процентные ставки резко вырастут в течение следующих пяти лет, новый заем будет все же менее дорогим, чем существующий, до конца четвертого года займа, и соглашается рефинансировать долг.

Решение о выпуске конвертируемых ценных бумаг

Конвертируемая ценная бумага это облигация, которая может быть обменена на обыкновенные акции. Цена обыкновенных акций, по которой облигация может быть конвертирована, основана на коэффициенте конвертации, который представляет собой показатель числа акций, которые можно купить за каждую облигацию. Например, если облигация номиналом в 1000 долл. имеет коэффициент конвертации 10, то ее можно конвертировать в 10 обыкновенных акций, что означает цену акции в 100 долл. Однако это не значит, что держатель облигации немедленно обменяет ее на акции — это случится лишь тогда, когда рыночная цена акции будет равна или превысит величину, предполагаемую коэффициентом конвертации Если рыночная цена обыкновенных акций превысит цену, предполагаемую коэффициентом конвертации, то цена облигации тоже возрастет, поскольку ее стоимость, основанная на ее конвертируемости, теперь больше, чем ее цена, основанная на потоке будущих процентных платежей от компании в качестве платы за облигацию.

Конвертируемая ценная бумага заслуживает большого внимания со стороны финансового директора, если компания не хочет выплачивать основной долг по облигации. Это особенно типично для ситуации быстрого роста, где все деньги будут задействованы в обозримом будущем. Кроме того, посред-ством конвертации долга в капитал компания может улучшить свой коэффициент «долг/собственный капитал», что улучшит отношения с кредиторами, и при этом устранит необходимость выплаты процентов по облигациям, которых больше не существует. Далее, финансовый директор может сделать предложение долга более привлекательным для инвесторов, предоставив им некоторый потенциал повышения, если обыкновенные акции впоследствии вырастут в цене, что должно привести к снижению процентной ставки по долгу. Это особенно важно, если рыночные условия будут в остальных отношениях предполагать высокую процентную ставку. Наконец, компания может превратить группу существующих держателей долга в группу акционеров, что означает, что она будет иметь (предположительно) дружественную и долгосрочную группу инвесторов, которые теперь владеют ее акциями. Негативными сторонами такого подхода является то, что возросшее количество акций уменьшит показатель «прибыль на акцию», и то, что контроль будет распределен на большую группу инвесторов, а это может ослабить позицию мажоритарного владельца.

КАПИТАЛ

Решение о финансировании за счет долга или собственного капитала

Долг почти всегда является менее дорогим источником финансирования, чем собственный капитал, поскольку инвесторы ожидают существенной прибыли

на свои инвестиции, тогда как процентные издержки долга вычитаются из налогооблагаемой базы, делая долг менее дорогостоящим. Более того, в периоды инфляции компания погашает свой долг менее дорогими долларами, что делает его даже еще более дешевым источником финансирования. Однако существует несколько других вопросов, которые необходимо рассмотреть, решая, что использовать в качестве следующего источника финансирования — долг или капитал

Первая проблема состоит в том, что команда старших менеджеров или владельцы компании могут чувствовать себя неуютно с перспективой привлечения дополнительного долга, независимо от того, насколько он доступен или дешев Чаще всего это происходит в частных компаниях со стареющими собственниками, которые больше всего озабочены сохранением своего долгосрочного источника дохода. Это менее типично для предпринимателей, готовых рисковать, или для публичных компаний, где финансовому директору позволено уравновешивать риск дефолта по долгу и сокращение издержек в результате большего использования долга, чем капитала.

Даже если владельцы и управляющие хотят привлечь больше долга, кредиторы могут не захотеть этого делать. Данная проблема возникает, когда компания имеет плохой или очень непостоянный поток денежных поступлений, большой финансовый рычаг или прецеденты невыплаты своих долгов, либо нарушения условий кредитных соглашений. В таком случае компании, вероятно, придется прибегнуть к размещению акций, причем с использованием стимулирующих условий (см. следующий параграф).

Даже если кредиторы готовы и хотят предоставить больше кредитов, может оказаться, что на балансе не осталось обеспечения для снижения уровня их озабоченности относительно риска, связанного с возвратом долга. В таком случае компания может быть вынуждена согласиться на высокую процентную ставку, более раннее погашение, очень ограничительные оговорки или позволить кредитору иметь право младшего требования на любые активы компании Если эти варианты не убеждают кредитора, тогда компании опять же придется переориентироваться на размещение акций.

Из вышеприведенного очевидно, что долг обычно является предпочтительным источником финансирования и финансовый директор может всерьез рассматривать привлечение капитала только тогда, когда увеличение долга либо нереально, либо поставит компанию под значительный риск дефолта по ее заимствованиям.

Решение о типе размещения акций

Финансовый директор может рекомендовать выпуск двух типов долевых инструментов — обыкновенных или привилегированных акций. Условия выпуска обыкновенных акций, как правило, записаны в уставе и отражают конкретные гребования того штата, где зарегистрирована компания. Финан-

совый директор обычно рекомендует размещение обыкновенных акций только при наличии нескольких обстоятельств. Во-первых, существующие акционеры компании не должны беспокоиться о разводнении их долей в результате нового выпуска (если только новые акции не продаются им, и в таком случае изменение долей собственности произойдет только среди существующих акционеров) Это крупная проблема в случаях, когда основная часть акций компании находится в собственности небольшого числа физических лиц.

Вторым обстоятельством является то, что кредиторы компании начинают выражать недовольство высоким уровнем долга и хотят уравновесить его дополнительным капиталом. Такое давление может также исходить от совета директоров, которыи, скорее всего, не захочет терпеть риск дефолта, если имеются крупные заимствования.

Финансовый директор обычно рекомендует выпуск обыкновенных акции только тогда, когда все остальные источники менее дорогого финансирования были исчерпаны, поскольку акционеры обычно имеют гораздо более высокие ожидания в отношении рентабельности инвестиций, чем поставщики других финансовых ресурсов.

Альтернативои предложению обыкновенных акции являются привилегированные акции. Этот долевой инструмент имеет множество оттенков, включая фиксированную или переменную процентную ставку, которая может быть кумулятивной или нет, иметь возможность конвертации в обыкновенные акции, способность быть отозванными компаниеи в любое время или через фиксированные интервалы — диапазон возможных свойств является бесконечным. Конкретные условия выпуска привилегированных акций должны быть подогнаны под предполагаемые потребности пула потенциальных инвесторов. Например, если акции компании исторически были очень волатильны, инвесторы могут захотеть иметь возможность конвертировать их в обыкновенные акции для того, чтобы воспользоваться преимуществом возможного роста цены акций в какой-то момент в будущем.

Щедрые условия могут быть также добавлены выпускаемым привилегированным акциям для того, чтобы обеспечить инвесторам принятие выпуска по приемлемой цене Например, его условия могут утверждать, что в случае продажи компании владельцы привилегированных акций получат назад 100% своих инвестиции, прежде чем владельцы обыкновенных акций получат что-либо. Для того, чтобы защитить их права в этом отношении, владельцы привилегированных акций могут также получить право решающего голоса по любым предлагаемым слияниям, поглощениям или продажам значительной части активов. Эти дополнительные условия могут казаться щедрыми, но они обеспечивают высокую цену за акции. Тем временем, обход необходимости в каком-либо обеспечении улучшает соотношение «долг/собственный капитал» до уровня, при котором кредиторы, возможно, будут готовы предоставить дополнительный кредит.

Например, финансовый директор Xtreme Running Shoe Company пытается привлечь дополнительное долговое финансирование, но кредиторы компании озабочены соотношением «долг/собственный капитал» и настаивают на вливании добавочного капитала перед предоставлением каких-либо новых займов. К несчастью, рынок является «медвежьим», и оценка компании опустилась ниже нормальной, поэтому любая продажа обыкновенных акций привела бы к чрезмерному разводнению долей существующих акционеров относительно суммы привлеченного капитала. Исходя из этого, финансовый директор предлагает выпустить особый класс привилегированных акций, имеющих годовой дивиденд, превышающий рыночную процентную ставку, а также гарантию конвертации по выбору инвестора в обыкновенные акции по выгодному курсу через пять лет. Таким образом, потенциальные инвесторы будут готовы больше заплатить за акции, дающие им краткосрочный дивидендный доход и потенциальную долю в капитале в среднесрочной перспективе.

Решение о выплате дивидендов

Финансовый директор играет важную роль в том, чтобы убедить совет директоров выплатить дивиденды и согласиться с суммой выплат на одну акцию. Решение о выплате дивидендов требует учета многих факторов. Во-первых, нужно учитывать, что инвесторы предпочитают видеть *постоянный и надежный* поток дивидендов. Таким образом, благонамеренная вначале выплата дивидендов может вызвать звонки от инвесторов, которые ожидают того же в будущем. В этом случае совет директоров может посчитать своим долгом продолжать выплаты, даже если эти деньги нужны компании для других целей.

Другой проблемой является воздействие кредитных ограничений на дивиденды. Многие кредиторы не разрешают выплат вообще никаких дивидендов по условиям кредитных договоров, или, по крайней мере, повышения предыдущего уровня дивидендов. Их аргументация очевидна, поскольку в противном случае компания могла бы взять кредит и выплатить его своим акционерам, оставив меньше активов, на которые кредитор мог бы претендовать в случае банкротства. Таким образом, кредитные условия оказывают большое влияние на решение о выплате дивидендов и обычно препятствуют выплате, когда груз долгов компании настолько тяжел, что кредиторы в любом случае начали бы ограничивать дивиденды.

Ключевой проблемой являются денежные поступления. Если компания имеет крайне нестабильный денежный поток, который может колебаться от дефицита наличности в одни месяцы до крупных поступлений в другие, или она привязана к крупному краткосрочному проекту, то потенциально долгосрочное обязательство, типа дивидендов, является плохой идеей. Хотя может казаться, что будет достаточно денег в наличии, чтобы произвести выплаты, эти деньги могут потребоваться компании на краткосрочные нужды.

С точки зрения налогообложения дивиденды не являются вычитаемыми затратами, в противоположность процентным платежам по долгу Это делает капитал более дорогои формой финансирования, чем долг, на величину добавочной налоговой ставки компании.

Фактором, благоприятствующим выплате дивидендов, является то, что Налоговая служба наказывает компании за накопление чрезмерной суммы доходов. Налоговая служба считает, что сумма аккумулированных доходов до 150 000 долл. является достаточной для рабочих нужд компаний в сфере услуг, таких как бухгалтерские, проектные, архитектурные и консалтинговые фирмы, а накопления до 250 000 долл. — для большинства других видов деятельности Компания может утверждать, что ей нужна значительно бóльшая сумма аккумулированных доходов, если она может доказать, что у нее есть конкретные, утвержденные и выполнимые планы, которые потребуют использования средств внутри компании. Другим убедительным аргументом является то, что компания нуждается в значительной сумме накопленных доходов для выкупа акций компании, которые находятся в собственности недавно умершего акционера Если эти условия не очевидны, Налоговая служба объявит накопленные доходы подлежащими обложению по ставке 39,6%.* Суровость данного налога призвана поощрять компании регулярно выплачивать дивиденды своим акционерам, чтобы Налоговая служба могла облагать налогом эту форму дохода акционеров.

Возможно, главной причиной отказа от выплаты дивидендов является ситуация быстрого роста, когда компания должна направлять все имеющиеся средства в оборотный капитал, чтобы поддерживать темп роста продаж по новым клиентским заказам. В таких случаях быстро возрастающая стоимость фирмы будет отражаться в возросшей цене акций, что с избытком компенсирует инвесторам любые потерянные дивиденды. Наоборот, если компания имеет минимальные перспективы роста, лучшим использованием средств, возможно, является возврат их инвесторам в форме дивидендов.

Альтернативой выплате дивидендов является выкуп акций у инвесторов. Соглашаясь на такой выкуп, инвесторы, вероятно, будут требовать (в зависимости от их обстоятельств) долгосрочного прироста капитала в результате сделки, который облагается налогом по более низкой ставке, чем дивидендный доход. Такой подход особенно хорош для ситуаций, когда компания получила временный рост денежных поступлений, но не обязательно имеет перспективы будущих поступлений аналогичного размера, и поэтому не хочет порождать ожиданий инвесторов в отношении длинной серии дивидендных выплат.

Примером того, как можно использовать эту концепцию, является Breakout Software Company, производитель тюремных баз данных, который имеет два компонента в своем бизнесе: долгосрочную подписку на базы данных и

---

* Российская практика отличается от изложенной здесь — см Послесловие — *Прим науч ред*

консультирование по программному обеспечению. Часть бизнеса, связанная с базами данных, создает стабильный поток денежных поступлений, который можно прогнозировать с высокой надежностью на несколько лет вперед. Однако консультационный бизнес привязан к краткосрочным контрактам и поэтому дает весьма непостоянные денежные поступления. Исходя из этого, финансовый директор рекомендует дивиденд, основанный на проценте от денежных поступлений за подписку, и при этом рекомендует выкуп акций, основанный на краткосрочных денежных поступлениях от консультационного бизнеса. Такой двойной подход увязывает приемлемую дивидендную политику с характером денежных потоков фирмы.

ПОСТОЯННЫЕ ЗАТРАТЫ: РЕШЕНИЕ ОБ УВЕЛИЧЕНИИ

Ключевым решением для финансового директора является рекомендовать или нет увеличение постоянных затрат. Речь идет о дополнительных постоянных затратах, например, создании новой статьи накладных расходов, которая будет постоянно увеличивать базу себестоимости компании. Добавление таких затрат может оказаться необходимым, если имеющийся персонал просто не в состоянии удовлетворить потребности существующих уровней продаж и производства, и ему требуется помощь. Тем не менее, финансовый директор должен рассмотреть это решение с точки зрения его влияния на прибыльность. Одним из наилучших способов сделать это является анализ окупаемости дополнительных постоянных затрат, который представлен в главе 11 «Другие вопросы финансового анализа». Этот анализ часто показывает, что прибыль достигает максимального уровня как раз *перед* приростом постоянных затрат, поскольку он может потребовать значительных дополнительных продаж, компенсирующих такое наращивание.

Существует несколько ключевых факторов, которые финансовому директору необходимо учесть, продумывая это решение. Одним из них является объем продаж, при котором прибыль будет соответствовать тому уровню, на котором она находилась непосредственно перед увеличением постоянных затрат. Например, типография переживает бешеный рост продаж, и финансовый директор решает инвестировать в новый пресс, чтобы удовлетворить спрос. Пресс взят в аренду и стоит 250 000 долл. в год. Валовая прибыль составляет 30%, поэтому цех должен обеспечить дополнительные продажи в объеме 833 333 долл. в год только для того, чтобы покрыть прирост постоянных затрат, представленный новым прессом.

Другой фактор вытекает из предыдущего пункта и состоит в том, чтобы определить максимальный уровень продаж, который позволит поддержать оборудование в наилучшем состоянии. Продолжим последний пример. если другие подразделения типографии могут поддержать прирост продаж только

на 500 000 долл. без увеличения своих постоянных затрат, то невозможно достичь уровня продаж в 833 333 долл., необходимого для выплат за полиграфический пресс.

Тем не менее, еще одним фактором, который нужно рассмотреть, является стабильность новых продаж, необходимых для покрытия прироста постоянных затрат. Продолжим пример: финансовому директору следует отклонить вариант аренды пресса, если дополнительные продажи, поддерживающие это решение, относятся к краткосрочной сделке с фиксированной датой завершения или имеют неопределенное будущее, не подкрепленное долгосрочным заказом на покупку. Трезвый взгляд на рынок, обслуживаемый компанией, уровень конкуренции, потенциальные ценовые войны и другие аналогичные факторы — все это следует тщательно проанализировать, прежде чем принимать решение об увеличении постоянных затрат.

Представленные выше примеры относятся к решениям о крупном приросте постоянных затрат. Однако большинство приращений являются значительно более скромными с небольшими дополнительными суммами, оказывающими минимальное добавочное давление на финансовые результаты. Тем не менее, эти довески постепенно съедают прибыль с течением времени. Чтобы получить контроль над ними, финансовый директор должен иметь продуманный механизм одобрения любого увеличения постоянных затрат, произошедших вне стандартного бюджетного процесса. В отношении расходов, включенных в бюджет, финансовый директор имеет больше времени, чтобы проанализировать, зачем нужно данное увеличение, как повышение эффективности помогло бы избежать этих расходов, не лучше ли привлечь внешних исполнителей, чем самим нести дополнительные расходы, и т. д. Решение об увеличении постоянных затрат является одним из важнейших для компании в плане текущей производственной деятельности и поэтому заслуживает значительной доли рабочего времени финансового директора.

РАСХОДЫ НА ОПЛАТУ ТРУДА: ВРЕМЕННЫЕ ИСПОЛНИТЕЛИ ИЛИ ПОСТОЯННЫЙ ШТАТ

Во многих компаниях, особенно в сфере услуг, крупнейшей статьей расходов с большим отрывом является оплата труда. Поэтому финансовому директору следует принимать активное участие в принятии решений, касающихся изменения численности рабочей силы. Это является особой проблемой в тех областях, где бизнес имеет ярко выраженный сезонный характер, требует опытного персонала, действует в рамках соглашения с профсоюзом или платит обременительные штатные налоги для борьбы с безработицей. Некоторыми из ключевых факторов, которые необходимо учитывать, являются:

- *Сезонность.* Если компания имеет весьма изменчивые продажи от сезона к сезону, то это ключевой индикатор в пользу использования времен-

ной рабочей силы в пиковый сезон и сохранения только небольшой команды опытных работников в остальное время года. Классическим примером является парк развлечений, где временные работники заранее знают, что они будут в штате всего несколько месяцев. Однако это не столь простое решение там, где требуется персонал с относительно высоким уровнем опыта, поскольку вновь найти работников требуемой квалификации может быть трудно, когда продажи опять начнут расти. В таких ситуациях финансовому директору следует рассмотреть возможность полной загрузки производственных мощностей, уравновешивая расходы с ростом уровня запасов в периоды спада продаж. Если это не представляется возможным, то разумной альтернативой могут стать инвестиции компании в масштабную программу обучения, чтобы быстро подготовить новых служащих.

- *Уровень текучести кадров.* Возможно, не придется делать выбор в пользу использования временных работников или постоянного штата, если постоянный персонал очень часто обновляется. Это обычная проблема для малоквалифицированных, монотонных видов деятельности, типа производственных специальностей низкого разряда в цехе.
- *Соглашения с профсоюзами.* Рабочая сила, представленная профсоюзом, может резко ограничить способность компании увольнять штатных работников. Это подталкивает финансового директора к тому, чтобы рекомендовать более широкое использование временных работников для краткосрочных нужд, а не взваливать на себя риск найма дополнительного персонала с членством в профсоюзе, от которого потом будет трудно избавиться. Профсоюз может предложить предоставить его членам высокооплачиваемые сверхурочные вместо привлечения временных работников, и таким образом повысить общий уровень их оплаты. Однако, когда служащие работают слишком много часов, это сказывается на качестве, что может стать причиной сокращения доходов.
- *Отчисления в фонд занятости (Unemployment taxes).* Если компания постоянно нанимает и увольняет персонал, поскольку сталкивается с быстрыми изменениями в количестве необходимого персонала, она будет иметь возрастающие ставки штатного налога на безработицу. Бюро по трудоустройству штатов ежегодно отслеживают сумму пособий по безработице, выплаченных бывшим работникам компании, и изменяют ставку налога на следующий год, чтобы заставить компанию оплатить счет за эти выплаты. Если компания создает большую группу бывших служащих, получающих пособия по безработице, она подставляет себя под потенциальный рост на несколько процентов налогов на фонд оплаты труда.*

---

* Российская практика отличается от изложенной здесь. — см. Послесловие. — *Прим. науч. ред.*

- *Уровень производственной квалификации.* Агентства по временному трудоустройству обычно специализировались на предоставлении компаниям неквалифицированной рабочей силы. Однако теперь эти агентства предлагают команды очень опытных, технически грамотных специалистов, которые могут занять почти любую должность. Тем не менее, стратегически важные должности должны оставаться штатными и обеспечиваться надлежащим социальным пакетом на том основании, что компания хочет как можно дольше удерживать людей, занимающих эти должности. В этом случае проблема затрат является второстепенной по отношению к удержанию кадров.
- *Условия соглашений с агентствами по временному трудоустройству.* Агентство по временному трудоустройству устанавливает значительные ставки почасовой комиссии, которую оно взимает с компании за использование предоставленных ей работников. Этот гонорар покрывает не только прибыль агентства, но также издержки рекрутинга, налоги на оплату труда и льготы (если имеются), которые оно может предлагать временным работникам. Компания, использующая рекрутинговое агентство обычно должна подписать с ним контракт, соглашаясь не нанимать кого-либо из его временных работников без выплаты гонорара за поиск, либо нанимать его только по прошествии определенного срока (в течение которого агентство заработает немалую прибыль). Такая схема часто подталкивает финансового директора к рекомендации организовать свое агентство по временному трудоустройству в рамках компании, либо использовать агентства по временному трудоустройству только для очень ограниченного круга потребностей.

Например, финансовый директор SecureTech Consulting Company стоит перед выбором: привлечь временных работников для проекта консультирования правительственной системы безопасности или нанять персонал непосредственно. Компания имеет давнюю традицию не увольнять работников, поэтому финансовый директор хочет быть уверен в том, что эти люди будут нужны и после выполнения нынешнего правительственного контракта. Соответственно, он выясняет у вице-президента по развитию бизнеса, может ли этот правительственный контракт быть расширен за пределы его нынешнего срока в один год. Ответом является информация о том, что правительство даст твердую гарантию продолжения финансирования после того, как проанализирует качество работы SecureTech в первые три месяца контракта. Основываясь на этом, он предпочитает нанять персонал через агентство временных услуг по информационным технологиям на первые три месяца контракта и затем заплатить небольшой гонорар за рекрутинг, чтобы нанять их постоянно, если контракт будет продлен. Если контракт не будет продлен, то он будет сохранять их временный статус и расстанется с ними после окончания контракта.

Другой пример. Финансовый директор Stereo Devices Company должен дать заявку относительно найма установщиков стереосистем на важный период отпусков. Хороший мастер стереосистем, имеющий достаточный опыт работы с клиентами, считается ключевым работником, которого нужно удерживать, но в менее активное время года компания может позволить себе сохранять только половину штата мастеров. Основным критерием является качество выполняемой установщиками для клиентов работы, которое, как показывают факты, было более низким, когда использовался персонал, нанятый на короткое время. Соответственно, финансовый директор рекомендует утвердить значительное увеличение оплаты сверхурочных часов, которые опытные мастера отработают в летний период, и нанять лишь минимальное число работников, которые будут помогать опытным установщикам.

В обоих примерах денежные параметры были не единственными основаниями принятых решений. Напротив, консультационная фирма хотела не нарушать старой традиции компании избегать увольнений, а компания установки стереосистем стремилась к наилучшему обслуживанию клиентов. Имелись менее дорогие альтернативы, но оба финансовых директора решили, что ключевые ценности компании стоят на первом месте.

РАЗДЕЛЕНИЕ БИЗНЕСА: РЕШЕНИЕ О ПРОДАЖЕ

Время от времени компания будет рассматривать возможность продажи каких-то частей бизнеса в силу многих причин. Например, финансовый директор может чувствовать, что компания будет иметь большую стоимость для инвесторов, если ее разделить на части, хотя это трудно доказать. Другой причиной является то, что команда управляющих испытывает трудности при распределении средств между различными частями бизнеса или то, что одно из направлений бизнеса использует большую часть капитала, по существу оставляя другие на так называемом «голодном пайке». Те же аргументы могут относиться к рабочему времени менеджеров, которое может быть необоснованно сконцентрировано на решении проблем одного подразделения. В этом случае команда управляющих может склоняться к мнению, что управление меньшей по размеру фирмой станет облегчением для них и лучшим вариантом для компании в целом. Продажа может также выглядеть привлекательной, если команда управляющих решает повести компанию в другом стратегическом направлении, что также потребует продажи всех направлений бизнеса, которые рассматриваются как не связанные с новой сферой деятельности. В некоторых случаях правительство может даже заставить компанию пойти на разделение вследствие антимонопольного законодательства. Какой бы ни была первоначально выдвинутая причина, финансовый директор должен изучить этот вопрос, сконцентрировав внимание на реальной ценности рас-

сматриваемого участка бизнеса для компании, и на том, какого рода усилия или средства потребовались бы для того, чтобы иметь выгоды от этого участка в компании, и что произойдет с конкурентоспособностью компании, если он будет продан. Анализируя эти вопросы, финансовый директор должен суметь прийти к определенному заключению относительно наилучшего варианта действий.

Если финансового директора просят оценить размер и структуру продаваемого актива, то надо принять во внимание несколько факторов. Во-первых, имеется ли четко обозначенная бизнес-единица, которую можно отделить от компании? Например, отдельные производственные мощности вместе с персоналом должны определяться, как относящиеся к продаваемому сегменту бизнеса. Во-вторых, участок бизнеса должен прибыльно работать сам по себе, а это означает, что он имеет определенный рынок, необходимую инфраструктуру для этого рынка и, таким образом, способен успешно конкурировать на нем.

Если эти условия выполняются, то финансовый директор может рассмотреть тип предполагаемого структурирования продажи. Например, участок бизнеса может быть отделен (spin-off) в пользу существующих акционеров. Это великолепный метод с точки зрения акционеров, которые избегают обложения подоходным налогом, получив надлежащим образом акции нового юридического лица. Отделение также позволяет менеджменту избежать трений с покупателем, вместо этого выдвигая свои собственные условия продажи. Разновидностью отделения является «вырезание» (carve-out), когда компания делает акции нового юридического лица доступными посредством первичного публичного размещения, а не в результате распределения акционерам. Еще одним вариантом является продажа менеджменту этого участка бизнеса, что обычно ведет к структурированию сделки в виде выкупа с внешним финансированием или «рычагом» (leverage buyout), предполагающего немного капитала и большие объемы долга. Наконец, отделение может быть осуществлено посредством продажи другой компании, хотя этот подход может включать бремя переговоров, гонорары юристам, непредвиденные расходы и более низкую цену, чем та, которой можно достичь другими путями.

СИСТЕМЫ: КОГДА ИСПОЛЬЗОВАТЬ СКВОЗНУЮ КАЛЬКУЛЯЦИЮ

Сквозная калькуляция (throughput costing) требует понимания некоторой новой бухгалтерской терминологии. Термин *сквозная* (throughput) относится к доле стоимости, оставшейся после того, как цена товара уменьшена на сумму его полностью переменных издержек. Это не попытка установить долю накладных расходов, приходящихся на данный товар, или долю приходящихся на него полупеременных издержек (semivariable costs). В результате

сумма сквозных издержек для большинства товаров весьма велика. *Полностью переменные издержки* (totally variable costs) — это издержки, которые будут иметь место только при создании продукта. Во многих случаях это означает, что только использованные материалы рассматриваются как полностью переменные издержки. Прямые затраты труда не являются полностью переменными издержками, если только работникам не платят исключительно за изготовление данной продукции. *Ограничитель производительности* (capacity constraint) — это ресурс в компании, который ограничивает ее общий выпуск. Например, это может быть машина, которая может произвести только определенное количество ключевого компонента в данный отрезок времени, что препятствует расширению общего объема продаж за пределы максимальной производительности этой машины. *Операционные расходы* (operating expenses) — это общая сумма всех расходов компании, за исключением полностью переменных издержек.

Основная цель сквозной калькуляции — провести через ограничитель производительности как можно больше сквозных долларов, только и всего. Это делается, во-первых, путем определения суммы сквозных долларов в минуту по каждому рабочему месту, продукция которого по плану проходит через ограничитель производительности, и затем изменения производственных приоритетов таким образом, чтобы продукция с максимальной величиной сквозных долларов в минуту производилась первой. Система основана на предположении, что только определенная сумма продукции может быть пропущена через технологически узкое место, поэтому продукция, которая дает наибольшую норму прибыли, должна идти первой в списке производственных приоритетов, чтобы обеспечить максимизацию прибыли. Эта концепция очень наглядно продемонстрирована в примере, представленном в табл. 2.2.

В этом примере мы имеем четыре вида продукции, которую компания может продать. Каждый требует определенного машинного времени ограничителя производительности компании, каковым является процесс производства электрической платы (ППЭП). Первое изделие — 19-дюймовый цветной телевизор, которому нужно 10 минут времени ППЭП. Телевизор продается за 150 долл. и включает прямые материалы на 68,90 долл., что дает сквозные 81,10 долл. Затем мы делим сквозные 81,10 долл. на 10 минут производственного времени ограничителя производительности в расчете на единицу и получаем сквозные доллары в минуту в сумме 8,11 долл., показанные во второй колонке табл. 2.2. Затем мы рассчитываем сквозные доллары в минуту для трех других изделий и ранжируем их в порядке убывания. На первом месте в списке оказался 19-дюймовый телевизор. Затем мы умножаем спрос в единицах на каждое изделие на время, необходимое для пропуска его через ограничитель производительности. Нас интересует не общее время производства каждого изделия, а только время, необходимое для пропуска на проблемном этапе. Затем мы определяем общее время, когда может работать ограничитель производительности, которое в нашем примере составляет 62 200 минут, что показано жирным

шрифтом в заголовке таблицы Далее мы помещаем общее число минут, необходимых для производства каждого изделия, в пятую колонку, которая также показывает, что у нас не будет в наличии достаточно времени ограничителя производительности, чтобы выполнить всю работу для телевизора с высоким разрешением, который имел в списке самый низкий приоритет Умножая сквозные доллары в минуту на число минут каждого изделия, а затем умножая результат на общее количество произведенных изделий, мы получаем общую сумму сквозных долларов для всего производственного процесса в этот период, составляющую 405 360 долл Однако это еще не все. Нам необходимо вычесть из общей суммы сквозных долларов сумму всех операционных расходов по этому производству. После такого вычитания мы обнаруживаем, что добились прибыли 7,5% и рентабельности инвестиций 6,1%. Это базовая модель сквозной калькуляции.

Таблица 2.2 **Сквозная модель**

Максимальное время ограничителя: 62 200					
Изделие	**Сквозные доллары/ минута ограничителя**	**Необходимое время работы ограничителя (мин)**	**Спрос на изделие/ Фактическое производство**	**Общее время работы ограничителя**	**Общая сумма сквозных долларов/ Изделие**
19-дюймовый телевизор	$8,11	10	1000/1000	10 000	$81 100
100-ваттная стереосистема	7,50	8	2800/2800	22 400	168 000
5-дюймовый телевизор с жидкокристаллическим экраном	6,21	12	500/500	6000	37 260
50-дюймовый телевизор с высокой разрешающей способностью	5,00	14	3800/1700	23 800	119 000

Общая сумма сквозных долларов	$405,360
Сумма операционных расходов	375,000
Прибыль	30,360
Норма прибыли	7,5%
Инвестиции	500,000
Рентабельность инвестиций	6,1%

Пока это выглядит как обычный анализ того, сколько денег компания может заработать на производстве определенного набора продукции. Однако здесь можно найти больше, чем представляется на первый взгляд. Это нагляд-

но демонстрирует еще один пример. Предположим, на сцене появляется финансовый директор, который проводит тщательную сквозную калькуляцию всех четырех изделий из предыдущего примера и определяет, что после того как все накладные расходы (overhead costs) надлежащим образом распределены, телевизор с высоким разрешением фактически имеет самую высокую норму прибыли, а 19-дюймовый телевизор — самую низкую. Относительное положение двух других изделий не меняется. Результаты сквозной калькуляции, проведенной финансовым директором, представлены в табл. 2.3.

Таблица 2.3 **Полностью распределенные издержки**

Наименование изделия	Цена	Полностью переменные издержки	Списанные накладные расходы	Валовая прибыль
19-дюймовый телевизор	$150,00	$68,90	$49,20	$31,90
100-ваттная стереосистема	125,50	65,50	18,00	38,00
5-дюймовый телевизор с жидкокристаллическим экраном	180,00	105,48	41,52	33,00
50-дюймовый телевизор с высокой разрешающей способностью	900,00	830,00	20,00	50,00

Согласно сценарию калькуляции себестоимости, нам фактически следует производить как можно больше телевизоров с высокой разрешающей способностью. Чтобы проверить эту теорию, повторим анализ сквозной калькуляции, представленный в табл. 2.2. Но теперь поставим телевизор с высоким разрешением во главу списка и произведем все 3800 заказанных единиц, а 19-дюймовый телевизор опустится в самый низ списка, и будет произведено лишь столько изделий, сколько будет возможно после того, как изготовлены все другие изделия. Все остальные переменные оставим неизменными. Этот анализ показан в табл. 2.4.

Согласно этому анализу, основанному на самых лучших принципах распределения затрат, там, где мы заботливо использовали калькуляцию по видам деятельности, чтобы обеспечить точное соответствие накладных расходов фактическим работам, мы изменили набор продуктов и получили чистое *снижение* прибыли на 53 360 долл.! Как такое возможно?

Причинами этого являются три основные проблемы традиционной методологии калькуляции себестоимости, каждая из которых может быть исправлена с помощью сквозной калькуляции. Первая проблема заключается в том, что, по существу, невозможно распределить накладные расходы по видам продукции и полагать, что полученные данные можно осмысленно использовать для принятия каких-либо решений об изменении производственных пропорций. Сделать так значило бы допустить ошибочное предположение, что накладные расходы изменяются в прямой зависимости

Таблица 2.4 **Анализ сквозной калькуляции с использованием приоритетов, основанных на накладных расходах**

Максимальное время ограничителя 62 200					
Изделие	**Сквозные доллары/ минута ограничителя**	**Необходимое время работы ограничителя (мин)**	**Спрос на изделие/ Фактическое производство**	**Общее время работы ограничителя**	**Общая сумма сквозных долларов/ Изделие**
50-дюймовый телевизор с высокой разрешающей способностью	$5,00	14	3800/3800	53 200	$266 000
100-ваттная стереосистема	7,50	8	2800/1125	9000	67 500
5-дюймовый телевизор с жидкокристаллическим экраном	6,21	12	500/0	0	0
19-дюймовый телевизор	8,11	10	1000/0	0	0
		Общая сумма сквозных долларов			$333,500
		Сумма операционных расходов			375,000
		Прибыль			–41,500
		Норма прибыли			–12,4%
		Инвестиции			500,000
		Рентабельность инвестиций			–8,3%

от каждой единицы продукции, которая произведена или продана. В действительности, единственными затратами, которые изменяются вместе с продуктом, являются затраты на материалы, использованные для его производства. Это все. Даже прямые затраты труда не являются столь уж прямыми. Во многих ли компаниях можно наблюдать ситуацию, где персонал немедленно уходит домой, когда сделано последнее изделие? В такие периоды работники заняты в различных проектах, чтобы постоянно иметь квалифицированные кадры и на следующий рабочий день. Существует даже еще более слабая связь между машинными издержками и продуктами. Будет ли компания немедленно продавать станок, если через него проходит последняя единица данной продукции? Конечно, нет. Станок будет оставаться в цехе и накапливать амортизацию и расходы на текущий ремонт, пока не появится какая-то другая работа, для которой он потребуется. Короче, почти все затраты любой компании могут быть объединены в общую категорию, называемую «операционными расходами»», или какую-то аналогичную категорию. Это просто издержки, которые компания несет для поддержания

данного уровня производства, а не группа отдельных затрат, тесно связанных с конкретными изделиями. Причина, по которой эта концепция имеет столь большое влияние в примере 2 4, состоит в предположении, что телевизор с высоким разрешением дает гораздо более высокую прибыль, чем 19-дюймовый телевизор, если исходить из распределенных затрат. Однако с точки зрения производственных процессов, использованных в данном примере, общая сумма накладных расходов, распределенных на эти два изделия, будет оставаться обоснованной долей независимо от того, производится ли вообще одно из этих изделий Следовательно, ошибочно использовать накладные расходы как фактор при определении сквозной калькуляции продукта, независимо от того, что могут гласить традиционные принципы калькуляции себестоимости.

Второй крупной проблемой традиционной калькуляции себестоимости является то, что она полностью игнорирует концепцию ограниченной производственной мощности. Вместо этого основная цель анализа затрат — определить, какие продукты имеют самую высокую валовую норму прибыли и какие имеют самую низкую Эта информация затем используется для достижения двух целей — продажи множества высокорентабельных продуктов и либо демпинга, либо улучшения показателей низкорентабельных продуктов. К сожалению, реальность такова, что в наличии имеются ограниченные производственные мощности, поэтому приходится подбирать оптимальный набор клиентских заказов, имеющихся в данный момент, причем только некоторые из них можно провести через ограничитель производительности — и, возможно, ни один из них не окажется продуктом с самой высокой нормой прибыли, который компания в состоянии производить. Поэтому простое разделение продуктов на «хорошие» и «плохие» на ежедневной основе не имеет смысла. Реальный мир заставляет подбирать набор возможных товарных продаж, требующий постоянной переоценки пропорций заказов на различные продукты и их объемы относительно друг друга. Игнорирование ограничителя производительности в табл. 2.4 вело бы к намного более высокой прибыли в 177 360 долл. (предполагая, что произведены все изделия в полном объеме), но ограничитель производительности, конечно же, делал это невозможным.

Последняя проблема, которая, несомненно, является самым крупным изъяном традиционной калькуляции себестоимости, состоит в игнорировании того факта, что компания представляет собой одну большую интерактивную систему. Вместо этого традиционная калькуляция пытается достичь множества локальных улучшений эффективности. Недостаток, который мы только что видели в табл 2.4, состоит в том, что финансовый директор провел полное распределение затрат по каждому продукту в отдельности, не понимая, что каждый из этих продуктов в значительной степени использует многие накладные расходы вместе с другими. Любая система распределения будет иметь результатом локально оптимизированные уровни рентабельности для

индивидуальных продуктов, но она не учитывает того факта, что совокупные накладные расходы в действительности обслуживают производственные мощности компании в целом, а не по отдельным продуктам. Например, затраты на зарплату разработчика плана производства могут быть списаны на продукт в соответствии со временем планирования, необходимым для того, чтобы включить его в производственный план. Но «принадлежат» ли эти добавленные затраты данному продукту в действительности? Если бы продукт не производился вообще, то планировщик все равно был бы на месте и получал зарплату, поэтому очевидно, что для целей сквозной модели нет смысла распределять такие накладные расходы по продуктам. Это означает, что поскольку столь многие затраты невозможно расписать по продуктам, обоснованным является отнесение на конкретные продукты только полностью переменных издержек; все другие затраты должны оплачиваться из общего выпуска *всех* произведенных продуктов, так как накладные расходы относятся ко всем ним. Короче, нам следует смотреть не на индивидуальные уровни рентабельности продуктов, а скорее на то, как пропускная способность всех возможных товарных продаж, взятых вместе, может быть использована для покрытия всей совокупности накладных расходов.

Мы только что видели, как традиционная методология калькуляции себестоимости делает множество ошибок, применяя распределение накладных расходов по продуктам для принятия решений об изменении структуры производства и при этом игнорируя роль ограничителя производительности и не рассматривая весь набор продуктов и соответствующих операционных расходов в качестве единой системы, для которой следует анализировать различные комбинации продуктов, чтобы определить максимально возможный уровень рентабельности. Однако мы все еще работаем со сквозной калькуляцией на абстрактном уровне. Ниже мы рассмотрим несколько примеров, поясняющих представленные концепции.

РЕШЕНИЕ О КРУПНОМАСШТАБНОМ ПРОИЗВОДСТВЕ С НИЗКИМИ ПРОДАЖНЫМИ ЦЕНАМИ, ОСНОВАННОЕ НА СКВОЗНОЙ КАЛЬКУЛЯЦИИ

Менеджер по продажам электронной компании из нашего предыдущего примера спешит в центральный офис, окрыленный встречей с крупнейшим клиентом компании Electro-Geek Stores (EGS). Он только что договорился о сделке, которая снижает цену 100-ваттной стереосистемы на 20%, но зато гарантирует удвоение объема заказов EGS на это изделие на следующий год. Менеджер по продажам признает, что компании, возможно, придется воздержаться от производства некоторых других продуктов, но это не проблема — компания непременно заработает больше денег на дополнительном объеме. Чтобы проверить это предположение, финансовый директор откры-

вает сквозную модель на своем компьютере, переставляет стереосистему на вершину списка приоритетов, делает поправку на более низкую цену и получает результаты, показанные в табл. 2.5.

Короче говоря, менеджер по продажам только что ввел компанию в заблуждение. Снижение цены стереосистемы на 20% съело большую часть сквозных долларов изделия, и при этом было использовано столько времени ограничителя производительности, что осталось мало возможностей для производства каких-либо других изделий, которые могли бы создать достаточное количество сквозных долларов, чтобы спасти компанию. Этот пример ясно показывает, что следует тщательно анализировать влияние ограничителя производительности при дискуссиях о том, соглашаться ли на сделку с большим объемом продаж. Это особенно опасная область для игнорирования сквозной калькуляции, ибо действительно крупномасштабная сделка может поглотить все время ограничителя производительности, лишая компанию всякой возможности производства других продуктов и, таким образом, устраняя всякую возможность предложения широкого набора продуктов на разных рынках.

Таблица 2.5. **Сквозная модель со скидкой за объем**

Максимальное время ограничителя: 62 200					
Изделие	**Сквозные доллары/ минута ограничителя**	**Необходимое время работы ограничителя (мин.)**	**Спрос на изделие/ Фактическое производство**	**Общее время работы ограничителя**	**Общая сумма сквозных долларов/ Изделие**
100-ваттная стереосистема	$4,36	8	5600/5600	44 800	$195,328
19-дюймовый телевизор	8,11	10	1000/1000	10 000	81,100
5-дюймовый телевизор с жидкокристаллическим экраном	6,21	12	500/500	6000	37,260
50-дюймовый телевизор с высокой разрешающей способностью	5,00	14	3800/100	1400	7,000
		Общая сумма сквозных долларов			$320,688
		Сумма операционных расходов			375,000
		Прибыль			-54,312
		Норма прибыли			-16,9%
		Инвестиции			500,000
		Рентабельность инвестиций			-10,9%

РЕШЕНИЕ О КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЯХ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ СКВОЗНОЙ КАЛЬКУЛЯЦИИ

Менеджеры по производству и учету затрат проанализировали ряд производственных участков и обнаружили, что можно ускорить работу оборудования по установке элементов электрической платы Этот производственный участок является следующим на линии *после* операции ограничителя производительности. Они могли удвоить скорость оборудования по установке элементов, если компания готова инвестировать 28 500 долл Чтобы посмотреть, насколько хороша эта идея, мы опять обратимся к сквозной модели. Результаты показаны в табл 2 6

Единственным изменением в ситуации, которое произошло в результате дополнительного инвестирования, является то, что рентабельность инвестиций компании снизилась на 0,4% Причина состоит в том, что любое капиталовложение с целью улучшить любую операцию за пределами ограничителя производительности является пустой тратой денег. *Единственное, чего добивается компания, делая такое капиталовложение, это повышение эффективности опе-*

Таблица 2 6 **Сквозная модель и анализ инвестиций**

Максимальное время ограничителя: 62 200					
Изделие	**Сквозные доллары/ минута ограничителя**	**Необходимое время работы ограничителя (мин)**	**Спрос на изделие/ Фактическое производство**	**Общее время работы *ограничителя***	**Общая сумма сквозных долларов/ Изделие**
19-дюймовый телевизор	$8 11	10	1000/1000	10 000	$81,100
100-ваттная стереосистема	7 50	8	2800/2800	22 400	168,000
5-дюимовый телевизор с жидкокристаллическим экраном	6,21	12	500/500	6000	37,260
50-дюимовыи телевизор с высокой разрешающеи способностью	5 00	14	3800/1700	23 800	119,000

Общая сумма сквозных долларов	$405,360
Сумма операционных расходов	375,000
Прибыль	30,360
Норма прибыли	7,5%
Инвестиции	528,500
Рентабельность инвестиций	5,7%

рации, которая все равно будет зависеть от скорости ограничителя производительности. В действительности положение даже еще хуже, поскольку любая недавно усовершенствованная вспомогательная операция теперь будет иметь более высокую эффективность, и поэтому будет произведено деталей в еще больших количествах Весь прирост превратится в незавершенное производство и будет скапливаться где-то перед технологически узким местом, что увеличивает объем инвестиции компании в незавершенное производство. Таким образом, капиталовложение в операцию, не являющуюся технологически узким местом, может фактически ухудшить общие финансовые результаты компании, поскольку ее инвестиции в запасы увеличатся

Это важная концепция для инвестиционного анализа, поскольку финансового директора обычно учат анализировать каждое инвестиционное предложение само по себе, не рассматривая, как это капиталовложение согласуется со всей производственной системой. Если бы в анализы инвестиций включали также фактор влияния ограничителя производительности, то очень немногие из них когда-либо получили бы одобрение, поскольку они не оказывают положительного влияния на ограничитель производительности.

ВЫБОР МЕЖДУ СОБСТВЕННЫМ ПРОИЗВОДСТВОМ И ПОКУПКОЙ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ СКВОЗНОЙ КАЛЬКУЛЯЦИИ

Один из основных поставщиков компании предложил забрать все производство 5-дюймовых телевизоров с жидкокристаллическим экраном, упаковывать их в фирменные коробки компании и отправлять готовую продукцию непосредственно клиентам компании Уловка в том, что полные издержки компании увеличатся с их нынешнего уровня в 147 долл. (как показано в табл 2.3) до 165 долл., что оставляет всего 15 долл. прибыли. Традиционный анализ калькуляции себестоимости утверждал бы, что в случае реализации этой договоренности об аутсорсинге прибыль компании уменьшится на 18 долл. (разница между нынешними и будущими издержками в 147 и 165 долл.). Чтобы посмотреть, является ли это выгодной сделкой, мы опять обратимся к сквозной модели, которая представлена в табл 2.7. В этом примере мы убрали из колонки «Общее время работы ограничителя» значение для телевизора с жидкокристаллическим экраном, поскольку теперь он может производиться без использования ограничителя производительности. Однако мы все еще можем поставить общую сумму сквозных долларов по этому продукту в последнюю колонку, поскольку будет иметься определенная прибыль при аутсорсинге его через поставщика. Устранив затраты времени ограничителя производительности на телевизор с жидкокристаллическим экраном, мы можем теперь производить большее количество следующего по списку изделия, каковым является телевизор с высокой разрешающей способностью. Это

Таблица 2.7. **Сквозная модель с вариантом аутсорсинга**

Максимальное время ограничителя: 62 200					
Изделие	**Сквозные доллары/ минута ограничителя**	**Необходимое время работы ограничителя (мин.)**	**Спрос на изделие/ Фактическое производство**	**Общее время работы ограничителя**	**Общая сумма сквозных долларов/ Изделие**
19-дюймовый телевизор	$8,11	10	1000/1000	10 000	$81,100
100-ваттная стереосистема	7,50	8	2800/2800	22 400	168,000
5-дюймовый телевизор с жидкокристаллическим экраном	6,21	12	500/500	Нет данных	7,500
50-дюймовый телевизор с высокой разрешающей способностью	5,00	14	3800/2129	29 806	149,030
		Общая сумма сквозных долларов			$405,630
		Сумма операционных расходов			375,000
		Прибыль			30,630
		Норма прибыли			7,5%
		Инвестиции			500,000
		Рентабельность инвестиций			6,1%

дополнительное производство позволяет компании увеличить сумму сквозных долларов, создав, таким образом, на 270 долл. прибыли больше, чем было до сделки «аутсорсинга».

И вновь традиционный метод калькуляции себестоимости утверждал бы, что прибыль была бы меньше в результате сделки «аутсорсинга», которая обходится явно дороже, чем внутренние затраты на продукт. Однако, используя эту сделку для высвобождения некоторой производственной мощности в узком месте, компания способна заработать больше денег на производстве других изделий.

ВЫВОДЫ

Эта глава представляет разнообразные стратегические финансовые решения, с которыми приходится сталкиваться финансовому директору. На первый взгляд может показаться, что некоторые из этих решений нужно будет принимать только по прошествии долгого времени, когда появится непосредс-

твенная нужда в этом. Например, действительно ли, что решение о выпуске определенного типа акций нужно принимать лишь тогда, когда предполагается новое размещение? Совсем нет. Напротив, предусмотрительному финансовому директору следует регулярно просматривать эту главу в качестве составной части его непрерывного стратегического планирования, возможно, даже ежеквартально. Делая так, финансовый директор может постоянно анализировать исходную информацию, использованную при принятии более ранних решений, проверять их в свете новой информации и несколько (либо существенно) подправлять решения. Если использовать предыдущий пример, то финансовый директор может постоянно оценивать типы предлагаемых акций, даже если нет непосредственной необходимости в выпуске новых акций, для того, чтобы увидеть, не требует ли пересмотра структура капитала фирмы. Аналогичным образом, регулярный анализ решения о продаже запасов необходим для проверки уровней запасов в свете появления каких-либо новых производственных систем или целей обслуживания клиентов, а решение об использовании скидки за раннюю оплату должно анализироваться с точки зрения каких-либо изменений в стоимости капитала компании или краткосрочных денежных потребностей. Аналогичные причины относятся к регулярному анализу всех других решений, отмеченных в этой главе. Короче, финансовый директор должен постоянно проверять все допущения, сделанные при принятии ключевых финансовых решений, и при необходимости пересматривать эти решения.

ГЛАВА 3

НАЛОГОВАЯ СТРАТЕГИЯ

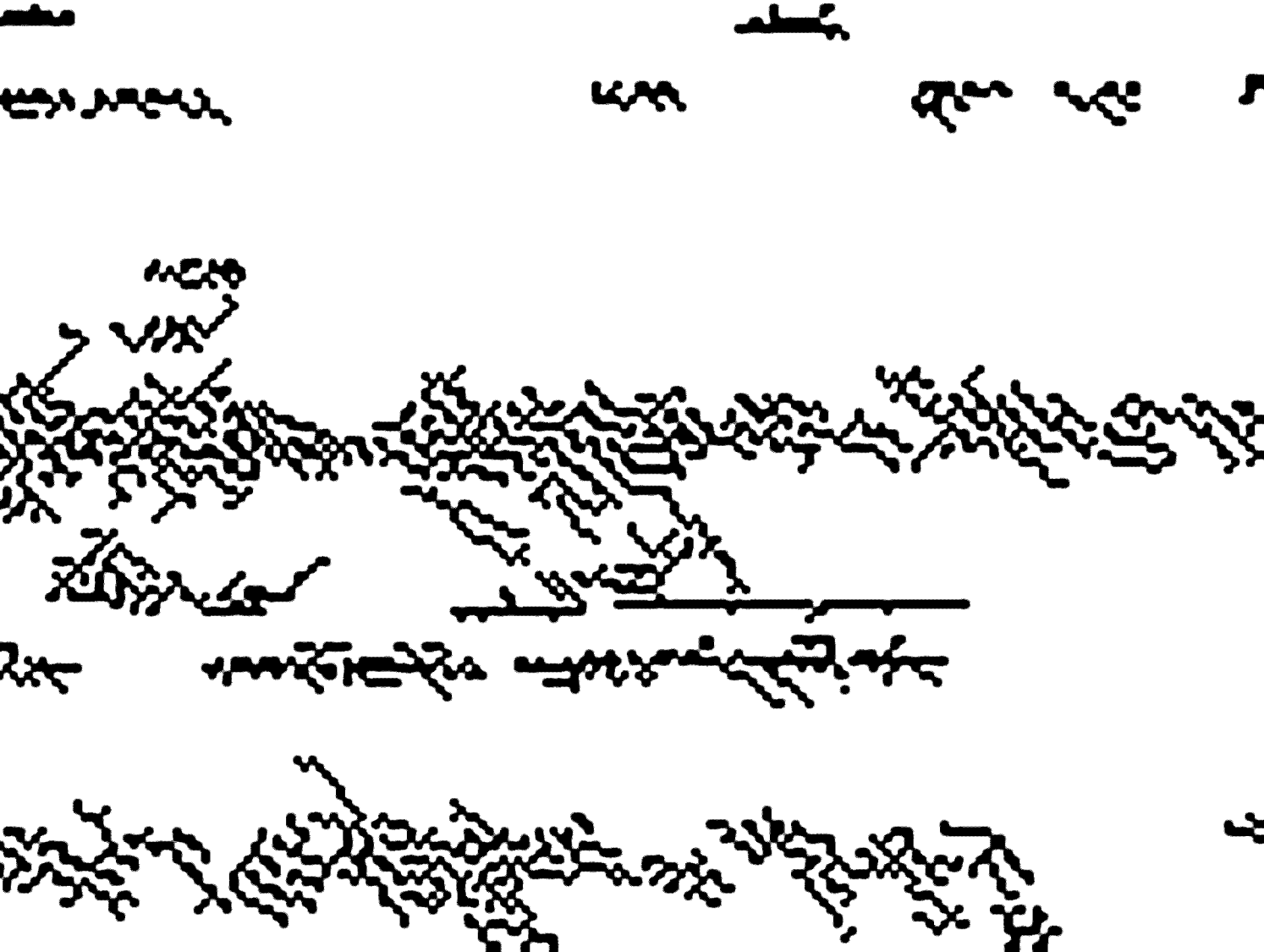
Очевидная цель налоговой стратегии — минимизировать сумму денег, выплачиваемую в виде налогов*. Однако это прямо противоречит с общим желанием отчитаться перед акционерами о предполагаемом более высоком доходе, поскольку больший отчетный доход ведет к большим налогам. Эта проблема неактуальна только в частных фирмах, поскольку владельцам нет необходимости производить впечатление на кого-либо уровнем сообщаемых доходов, и они просто предпочитают сохранять как можно больше денег в компании, избегая уплаты налогов.

Для тех финансовых директоров, которые намерены уменьшить финансовое бремя своих корпораций, существует пять основных позиций, которые нужно учесть при разработке налоговой стратегии, причем все они предполагают увеличение числа различий между балансовыми и налоговыми отчетами таким образом, что отчетный доход для налогообложения сокращается. Эти пять пунктов следующие:

1. *Ускорение списаний.* Путем более раннего учета затрат можно списать в текущем отчетном году расходы, которые в противном случае попали бы в категорию отложенных (deferred). Основное ускорение списаний касается амортизации, в отношении которой компания обычно применяет модифицированную систему ускоренного восстановления издержек (modified accelerated cost recovery system, MACRS), метод ускоренной амортизации, который можно использовать в налоговой отчетности, и равномерную амортизацию, ведущую к более высокому уровню отчетных доходов для других целей.
2. *Использование всех доступных налоговых льгот.* Использование льгот ведет к постоянному сокращению налогов и поэтому весьма предпочтительно К сожалению, льготы становится все труднее получить, хотя кто-то, возможно, подпадает под налоговые льготы для исследований и экспериментов. Такая возможность доступна для тех компаний, которые

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002)



Не существует единой налоговой стратегии, которая была бы применима к любой компании, поскольку налоговые законы настолько сложны, что финансовый директор должен сконструировать свою, соответствующую конкретным обстоятельствам, в которых находится его компания. Тем не менее имеется ряд областей налогообложения, о которых финансовый директор должен знать при создании налоговой политики, использующей вышеназванные пять позиций Эти области рассматриваются в остальной части главы и варьируются от налога на накопленные доходы до налога на безработицу. Финансовому директору следует внимательно прочитать эти разделы и определить, не нужно ли включить их в общую налоговую стратегию.

НАЛОГ НА НАКОПЛЕННЫЕ ДОХОДЫ*

Существует двойное налогообложение, связанное с выплатой компанией дивидендов инвесторам, поскольку она должна вначале заплатить налог на прибыль, из которого дивиденды *не могут* быть вычтены как расходы, а затем инвесторы должны заплатить подоходный налог на полученные дивиденды. Понятно, что компании, управляемые небольшой группой собственников, предпочитают не выплачивать дивидендов, чтобы избежать проблемы двойного налогообложения. Однако это может привести к накоплению в компании крупных сумм капитала. Налоговая служба США учитывает такую ситуацию и взимает налог на накопленные доходы с тех сумм, которые она считает избыточными доходами, не распределенными среди акционеров.

Налоговая служба США рассматривает аккумулированные доходы в сумме до 150 000 долл. как достаточные для текущих потребностей компаний сферы услуг, таких как бухгалтерские, инженерные, архитектурные и консалтинговые фирмы. Она рассматривает накопления до 250 000 долл. как достаточные для других предприятий. Компания может утверждать, что ей требуется значительно большая сумма аккумулированных доходов, если она сумеет доказать, что имеет конкретные, утвержденные и выполнимые планы, требующие использования этих средств внутри компании. Другим убедительным аргументом может являться то, что компании необходима достаточная сумма аккумулированных доходов для выкупа акций компании, принадлежащих недавно умершему акционеру.

Если эти условия не представляются очевидными, то Налоговая служба объявит накопленные доходы подлежащими налогообложению по ставке 39,6%. Кроме того, пени с этих сумм будут начисляться с даты, когда первоначально был объявлен размер годового дохода корпорации. Суровость этого налога призвана поощрять организации выплачивать дивиденды своим акционерам на регулярной основе, чтобы Налоговая служба могла облагать акционеров налогом на эту форму дохода.

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002), p. 489.

ДЕНЕЖНЫЙ МЕТОД БУХГАЛТЕРСКОГО УЧЕТА*

Обычным методом отчетности о финансовых результатах компании является метод начислений (accrual basis of accounting), при котором расходы уравниваются с доходами в течение отчетного периода. Однако для налоговых целей иногда возможно отчитываться о доходе на основе метода оплаты (cash method of accounting). Согласно этому методу, доход не отражается до тех пор, пока не получена оплата по счету, а расходы не отражаются до момента оплаты.

Метод оплаты может привести к большим манипуляциям, как считает Налоговая служба, которая не поощряет ее использование, но и не запрещает его. В качестве примера манипулирования доходом можно привести ситуацию, когда компания обнаруживает, что будет иметь крупную сумму дохода по отчету в этом году и, вероятно, меньшую в следующем году. Соответственно, она производит предоплату по ряду счетов от поставщиков в конце года, и таким образом сразу отражает их как расходы текущего года по денежному методу бухучета. Налоговая служба запрещает такое поведение правилом, согласно которому денежные платежи, отраженные в текущем периоде, могут относиться только к расходам текущего года. Тем не менее, для Налоговой службы это трудно управляемая проблема. Такое же манипулирование можно применить к учету выручки, если просто откладывать выставление счетов клиентам в конце налогового года. Кроме того, в ситуациях, когда имеет место внезапный подъем бизнеса в конце налогового года, возможно, вследствие сезонности, что денежный метод бухгалтерского учета не будет показывать продажи до следующего года, поскольку клиентские платежи по счетам не поступят раньше следующего года. Следовательно, денежный метод склонен преуменьшать налогооблагаемый доход.

Для того чтобы ограничить использование этого метода, Налоговая служба запрещает его, если компания имеет в наличии какие-либо товарно-материальные запасы в конце года. Обоснованием этого служит то, что расходы на запасы могут быть настолько большими и удобными для манипулирования в конце года, что компания теоретически могла бы изменить отчетный уровень своего налогооблагаемого дохода в громадных размерах. Денежный метод также нельзя использовать любой корпорации типа «С», партнерству, где один из партнеров является корпорацией типа «С», и компаниям, находящимся в особых экономических зонах. Однако в рамках этих ограничений он разрешен компании со среднегодовой выручкой 5 млн. долл. в течение периода не менее трех налоговых лет, заканчивающихся в предшествующем налоговом году, а также любой корпорации, оказывающей услуги физическим лицам, которая осуществляет не менее 95% своей деятельности в области услуг.

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002), pp. 495–496.

Налоговая служба вводит некоторые концепции метода начислений для организаций, использующих метод оплаты, чтобы избежать некоторых вопиющих форм сокрытия доходов. Например, если компания, использующая метод оплаты, получает чек в конце ее налогового года, она может испытывать соблазн не обналичивать этот чек до начала следующего налогового года, поскольку это отодвинуло бы поступления по этому чеку на следующий год. Чтобы избежать этой проблемы, Налоговая служба использует концепцию *конструктивной расписки* (constructive receipt), которая требует учитывать чек, когда он выписан (независимо от того, показан ли он фактически в бухгалтерских книгах компании в данное время). Помимо только что упомянутого примера, это также потребовало бы от компании отражать выплату причитающихся до конца налогового года процентов по облигациям, даже если соответствующий купон будет послан эмитенту только в следующем году.

ОЦЕНКА ЗАПАСОВ

Разрешается оценивать товарно-материальные запасы компании, используя один метод с целью учета и другой для налоговых целей, за исключением случая, когда используется метод оценки запасов «последним пришел — первым ушел» (last-in first-out, LIFO). В этом случае налоговые выгоды, которые намереваются получить за счет использования LIFO, являются настолько значительными, что Налоговая служба требует от налогоплательщика применять его как для учета, так и для налогов. Более того, если LIFO используется в любой из групп, связанных в финансовом отношении компаний, то вся группа рассматривается как единое юридическое лицо для целей налоговой отчетности, что означает, что все они должны использовать метод оценки запасов LIFO как для учета, так и для налоговой отчетности. Это правило появилось на свет для того, чтобы прекратить практику перевода компаниями, использующими метод оценки LIFO, своих результатов в материнскую компанию, использующую другой метод отчетности, что давало предприимчивым компаниям высокие уровни отчетного дохода и более низкие уровни налогооблагаемого дохода одновременно.

СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ*

Ключевым фактором, который необходимо изучать при покупке компаний, является определение размера налогооблагаемого прироста капитала, который будет иметь продавец (если будет), а также то, как покупатель может умень-

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002), pp. 523–524.

шить налоговое влияние сделки в текущем году и в последующие годы. В этом разделе мы кратко рассмотрим различные типы сделок, используемых при поглощениях, налоговые последствия каждой сделки, и чьим интересам наилучшим образом отвечает каждая из них.

Существует два способа поглощения, причем каждый с различными налоговыми последствиями. Во-первых, можно купить акции поглощаемой компании, результатом чего будет налогооблагаемый прирост капитала у продавца. Во-вторых, можно купить активы поглощаемой компании, что порождает доход от продажи активов, а также еще один налог на акционеров продаваемой компании, которые должны задекларировать доход, когда выручка от ликвидации бизнеса распределяется между ними. Вследствие дополнительного налогообложения, продавец обычно стремится продать акции корпорации, а не ее активы.

Когда акции продаются покупателю в обмен на деньги или имущество, покупатель создает налоговую базу в акциях, равную заплаченной сумме денег или справедливой рыночной стоимости имущества, переданного продавцу. Тем временем, продавец отражает доход или убыток от окончательной продажи акций, который основан на его первоначальной налоговой базе в акциях, которая вычитается из конечной продажной цены акций.

У продавца есть возможность не отражать никакого налогооблагаемого дохода от продажи бизнеса, если он принимает некоторое количество акций компании-покупателя в качестве полной оплаты за покупку. Однако, налога не будет только в том случае, если может быть подтверждена *долговременность участия* (continuity of interest) в бизнесе путем передачи продавцам достаточной суммы акций покупателя, чтобы доказать, что они имеют долговременный финансовый интерес в компании-покупателе. Вариантом такого подхода является проведение поглощения в течение определенного количества месяцев, используя исключительно голосующие акции в качестве компенсации акционерам продавца, но при этом может быть представлено существование четкого плана установления контроля над покупаемой компанией. Другим вариантом является покупка по крайней мере 80% справедливой рыночной стоимости активов поглощаемой компании в обмен на акции.

Когда покупателю продаются только активы, он может распределить общую цену между приобретенными активами, вплоть до их справедливой рыночной стоимости (при этом любая избыточная часть цены распределяется в статью «Деловая репутация» (goodwill)). Это очень выгодно с налоговой точки зрения, поскольку покупатель теперь скорректировал свою базу в активах значительно выше; отныне он может списывать намного большие суммы на ускоренную амортизацию в предстоящие годы, сокращая, таким образом, как отчетный уровень налогооблагаемого дохода, так и налоговое бремя. С точки зрения продавца, продажная цена распределяется на каждый проданный актив с целью определения прибыли или убытка; как можно большая часть этого должна характеризоваться как прирост капитала (поскольку соответствующий налог

ниже) или как обычный убыток (поскольку его можно вычесть из обычного дохода, который имеет более высокую ставку налога).

Структурирование сделки поглощения таким образом, чтобы не платить налогов на прибыль, должно иметь обоснованную хозяйственную цель помимо избежания налогов. В противном случае, Налоговая служба, как известно, требует заплатить налоги на том основании, что структура сделки не имеет обоснованной хозяйственной цели помимо избежания налогов. Она считает существо сделки важнее ее формы, что требует от финансового директора аналогичного подхода к подобным сделкам и соответствующего реструктурирования поглощений.

Есть специальное сокращение налога для держателей акций малого бизнеса, от которых они имеют доход при продаже бизнеса. В частности, они имеют право на 50%-ное уменьшение их отчетного прироста капитала от продажи этих акций, хотя оно ограничено большей из двух величин: прирост капитала в 10 млн долл. или 10-кратная величина базы акционера в акциях. Это исключение зарезервировано для корпораций типа «С» и применяется только к акциям, которые были куплены при первоначальном выпуске. Существует ряд других исключений, например, неприменимость к корпорациям, оказывающим услуги физическим лицам (personal service corporations), доверительному управлению инвестициями в недвижимость (real estate investment trusts), отечественным корпорациям по международным продажам (domestic international sales corporations) и взаимным фондам. Этот тип акций называется: *разрешенные акции малого бизнеса* (qualified small business stock). Уникальный набор условий, связанных с этими акциями, делает очевидным, что они намеренно сделаны налоговой льготой специально для владельцев небольших компаний.

ПЕРЕНОС ЧИСТОГО ОПЕРАЦИОННОГО УБЫТКА*

Поскольку налог на прибыль может быть крупнейшей статьей расходов в отчете о доходах, финансовому директору следует внимательно отслеживать использование и применимость переноса на будущие периоды чистого операционного убытка (ЧОУ), созданного в результате отчетных убытков в прошлые годы. ЧОУ можно перенести назад и применить против прибыли за два предыдущих года, а любая остающаяся сумма будет передвинута вперед на следующие 20 лет, когда она может быть вычтена из любого отчетного дохода. Если по прошествии 20 лет ЧОУ все еще остается, то оставшаяся сумма далее не может быть использована. Можно также безотзывно выбрать вариант отказа от переноса назад и использовать его только для целей переноса на будущие периоды. Стандартной процедурой является использование всего ЧОУ против отчетного дохода самого раннего года, а остаток переносить на каждый после-

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002), pp 522–523.

дующий год, пока остающийся ЧОУ не будет исчерпан. Если ЧОУ имел место в каждый из нескольких лет, то его следует использовать против отчетного дохода (в прошлые, либо в будущие годы) в порядке появления ЧОУ. Это правило применяется из-за 20-летнего ограничения на один ЧОУ с тем, чтобы ЧОУ более ранних лет мог быть использован до истечения этого срока.

ЧОУ является ценным активом, поскольку его можно использовать в течение многих лет для вычета из будущих доходов. Компания, покупающая другую компанию, имеющую ЧОУ, несомненно, высоко оценит этот ЧОУ и может даже купить данную компанию только для того, чтобы использовать ее ЧОУ. Чтобы положить конец подобной практике, Налоговая служба ввела ограничение раздела 382 (Section 382 limitation), по которому существует ограничение на его использование, если имеется по меньшей мере 50%-ное изменение собственности в компании, имеющей неиспользованный ЧОУ. Ограничение рассчитывается по сложной формуле, которая по существу умножает акции приобретенной корпорации на курс долгосрочных не облагаемых налогом облигаций. Чтобы избежать этой проблемы, компания с неиспользованным ЧОУ, которая хочет расширить свой капитал, должна подумать о выпуске прямых (straight) привилегированных акций (нет голосующих прав, нет конверсионных привилегий и нет участия в будущих доходах). Это позволит избежать любой возможности, что дополнительный капитал будет восприниматься как изменение в собственности.

Если компания имела ЧОУ в коротком налоговом году (short tax year), она должна вычесть ЧОУ в течение шести лет, начиная с первого налогового периода после короткого налогового периода. Это ограничение не применяется, если ЧОУ составляет не более 10 000 долл. или является результатом короткого налогового периода продолжительностью по крайней мере 9 месяцев, и меньше ЧОУ за полный, 12-месячный налоговый период, начинающийся в первый день короткого налогового периода. Это особое правило для ЧОУ призвано удержать компании от намеренного изменения своих налоговых периодов, чтобы создать ЧОУ в рамках короткого налогового периода. Такая ситуация вполне возможна в сезонном бизнесе, где есть убытки во все месяцы, кроме нескольких. По этому сценарию компания в противном случае была бы способна объявить ЧОУ в течение своего короткого налогового периода, перенести его назад, применить против двух предшествующих лет деятельности и получить возврат налогов от Налоговой службы.

НЕКСУС (NEXUS)

Компании иногда приходится заполнять намного больше налоговых форм, чем ей хотелось бы, а также перечислять налоги большему числу государственных органов, если будет установлено, что она имеет нексус (денежные отношения) в рамках сферы государственной юрисдикции. Следовательно, очень важно понимать, как может быть установлен нексус.

Правила варьируются по штатам, но в целом считается, что нексус имеет место, если компания содержит производственные мощности любого вида в пределах штата. А также, если она в этих пределах этого штата выплачивает кому-либо заработную плату. В некоторых местах это определение расширено и включает транспортировку товаров покупателям в региональных пределах штата на транспортных средствах, принадлежащих компании (хотя не считается, что нексус имеет место, если перевозка осуществляется независимой транспортной компанией). Более либеральная интерпретация нексуса состоит в том, что компания имеет нексус, если она посылает сотрудников отдела сбыта в данный штат по звонкам с целью продажи или направляет туда инструкторов для информирования покупателей, даже если они не работают там постоянно. Чтобы получить точное представление о том, как правила нексуса интерпретируются каждым штатом, лучше всего обратиться в местное налоговое управление правительства каждого штата.

Недавней проблемой, которая все еще обсуждается в судах, является то, что продажи через Интернет могут рассматриваться как имевшие место в пределах штата, если сервер, использованный для обработки заказов или хранения информации, находится в пределах штата и даже если он всего лишь арендован у провайдера интернет-услуг.

Если нексус установлен, то компания должна зарегистрироваться, чтобы вести бизнес в пределах штата, а это потребует уплаты небольшого сбора и перерегистрации каждые несколько лет. Кроме того, она должна отчислять налоги с продаж со всех товаров, проданных в пределах штата. Это наиболее трудоемкая проблема, связанная с нексусом, поскольку налоги с продаж могут быть различными в каждом городе и округе в пределах каждого штата, что вынуждает компанию отслеживать потенциально тысячи различных ставок налогов с продаж. Некоторые штаты могут также требовать ежемесячного перечисления налога с продаж, хотя это может быть сокращено до всего лишь одного раза в год, если компания предполагает, что она должна будет перечислить минимальный налог с продаж, как отмечено в ее первоначальной заявке на лицензию для налога с продаж.

Некоторые штаты или местные органы управления будут также облагать компанию налогами на имущество или личное имущество в отношении всех активов, находящихся в пределах их юрисдикции, что потребует даже еще больше рутинной работы.

Хотя сумма дополнительно уплачиваемых налогов может быть не столь велика, ключевой проблемой, связанной с понятием нексуса, является то, что дополнительное время, требующееся для отслеживания налоговых обязательств и заполнения форм для различных правительств, вполне может потребовать дополнительного персонала в бухгалтерию. Это может быть крупной проблемой для организаций, работающих во многих штатах, и должно стать ключевым вопросом в планировании способности бухгалтерии обработать налоговые проводки. Некоторые организации с рядом дочерних

компаний избегут разделения работы по заполнению налоговой отчетности только в том случае, если примут концепцию нексуса для тех дочерних компаний, которые явно работают в пределах каждой государственной юрисдикции, снимая, таким образом, проблемы налоговой отчетности для всех других юридических лиц, контролируемых родительской корпорацией.

ПРОЕКТНЫЕ ИЗДЕРЖКИ

Компания, которая регулярно разрабатывает для собственного использования крупные инфраструктурные системы, например, системы планирования производственных ресурсов, обычно объединяет все затраты по данному проекту на одном счете и затем капитализирует его полную стоимость, растягивая амортизацию на ряд лет. Хотя в краткосрочном плане такой подход, несомненно, повышает отчетную прибыль, он также увеличивает подоходные налоги. Если избежание налогов на прибыль является для финансового директора более высоким приоритетом, чем отчетная прибыль, то было бы полезно распределить различные компоненты каждого проекта по разным счетам и списать те, которые более тесно связаны с текущей производственной деятельностью. Например, имеются веские аргументы в пользу списания всей подготовки персонала, связанной с установкой крупной системы, на том основании, что обучение персонала является текущей деятельностью.

Другой подход состоит в том, чтобы перекладывать на дочерние компании издержки проекта развития, особенно если перекладывающее юридическое лицо находится в регионе с низкими налогами, а дочерние компании в регионах с высокими налогами. Этот метод трансферта затрат уменьшил бы отчетную прибыль в регионах с высокими налогами, фактически переместив эту прибыль в местность, где налоговая ставка ниже. Однако, эти стратегии перекладывания затрат должны иметь тщательно документированные доказательства того, что системы действительно используются дочерними компаниями и что уплаченные гонорары являются обоснованными.

Вариантом последнего метода является создание информационного центра в налоговой гавани, который хранит и анализирует информацию компании и затем готовит доклады для других подразделений компании за значительную плату. Этот подход должен включать большее, нежели простую установку сервера с файлами в местности с низкими налогами, поскольку Налоговая служба будет утверждать, что для такой установки не существует хозяйственной цели. Поэтому рядом с информационным центром должен быть создан малый бизнес, который предоставляет некоторые дополнительные услуги по сбору и распространению информации. Такой подход является особенно привлекательным, если компания приобретает другую компанию, имеющую информационный центр в местности с низкими налогами, и просто переводит свои собственные ресурсы в данную местность.

КОРПОРАЦИЯ ТИПА «S»*

Корпорация типа «S» представляет значительный интерес для финансового директора, поскольку она обычно не платит налоги. Вместо этого, она переводит отчетную прибыль своим акционерам, которые отчитываются о доходах в своих налоговых декларациях. Это позволяет избежать двойного налогообложения, которое имеет место в корпорациях типа «С», где облагается доход компании, а затем дивиденды, которые она выплачивает своим акционерам, повторно облагаются налогом как их доход. Сумма дохода распределяется на каждого акционера просто по числу акций. Если акционер владеет акциями корпорации менее года, тогда распределение производится по числу акций и дней. Дневная часть этого расчета предполагает, что акционер все еще владеет акциями до дня продажи включительно, а в отношении умершего акционера предполагается, что он сохраняет собственность вплоть до дня смерти включительно.

Корпорация типа «S» имеет уникальные аспекты налоговой и правовой защиты, которые делают ее идеальным способом структурирования бизнеса, если в нем небольшое количество акционеров. Точнее, она может быть создана только в том случае, если в ней не более 75 акционеров, если эмитируется только один класс акций и если все акционеры согласны со статусом корпорации типа «S». Все ее акционеры должны быть гражданами или резидентами США. Акционерами могут быть только отдельные лица, имения и некоторые виды трастов и благотворительных организаций. Таким образом, корпорации типа «С» и партнерства не могут быть акционерами корпорации типа «S». Требование одного класса акций может препятствовать некоторым организациям использовать эту схему, поскольку оно не разрешает привилегированные доходы или специальные голосующие права для некоторых акционеров.

Существует немного случаев, когда корпорация типа «S» должна платить налоги. Например, она может быть обложена налогом, если аккумулировала доходы и прибыль из своего прежнего статуса корпорации типа «С» и ее пассивный доход превышает 25% всей валовой выручки. Она также может иметь налоговые обязательства по нескольким типам прироста капитала, возврату налогового кредита на старые капиталовложения и возврату средств по схеме «последним пришел — первым ушел» (LIFO). Если какие-либо из этих налогов применимы, то корпорация типа «S» должна делать квартальные авансовые платежи подоходного налога. С другой стороны, корпорация типа «S» не подлежит обложению альтернативным минимальным налогом.

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002), p 537.

Если администрация корпорации типа «S» не хочет далее использовать данный статус, то потребуется письменное согласие более 50% акционеров, а также заявление от корпорации по этому поводу. Если корпорация захочет стать корпорацией типа «S» в будущем, то существует пятилетний период ожидания с последнего дня наличия такого статуса, прежде чем она сможет вновь обрести его, если только она не получит специального разрешения от Налоговой службы.

НАЛОГИ С ПРОДАЖ И ИСПОЛЬЗОВАНИЕ*

Налоги с продаж устанавливаются на уровне штатов, округов и городов — нередко на всех трех сразу. Кроме того, к налогу с продаж может добавляться специальный налог, используемый для уникального проекта, например, строительства бейсбольного стадиона или поддержки региональной системы городского транспорта. Ставка налога с продаж умножается на цену, уплаченную за товары и услуги, в сделках, совершенных в пределах налоговой зоны. Однако перечень товаров и услуг, которые подлежат обложению варьируется от штата к штату (но обычно не на уровне округов и городов) и поэтому должен исследоваться на местном уровне для определения точной базы расчета. Например, некоторые штаты не облагают налогом продажи продовольственных товаров на том основании, что это предметы первой необходимости, стоимость которых следует сокращать насколько возможно, в то время как другие штаты включают их в свои списки товаров, подлежащих налогообложению.

Компания должна начислять налоги с продаж на своих покупателей и перечислять поступающие средства правительству данного штата, которое выделит части, предназначенные местным окружным и городским органам власти, и перечислит им эти налоги по поручению компании. Если компания не начисляет налоги с продаж на своих покупателей, она все равно ответственна за них и должна платить невзысканные суммы правительству штата, хотя она имеет право попытаться выставить счет своим покупателям по факту неуплаты налогов с продаж. Выбивание этих денег может оказаться тяжелой работой, особенно если продажи в основном розничные, когда существует мало отчетов о сделках, позволяющих определить покупателя. Компания также обязана быть в курсе всех изменений в ставках налогов с продаж и начислять своим покупателям правильные суммы; если она не делает этого, то она ответственна перед правительством за разницу между тем, что фактически взыскано, и установленной ставкой. Если компания начисляет на своих покупателей излишние суммы, то излишек также должен быть перечислен правительству.

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002), pp. 538–539.

Штат, в котором компания собирает налоги с продаж, может устанавливать периодичность перечисления налогов компанией. Если объем продаж невелик, то штат может решить, что издержки бумажной работы превышают стоимость перечислений и установить перечисление только по итогам года. Более обычно ежеквартальное или ежемесячное перечисление. Штат будет время от времени анализировать долларовую сумму перечислений и, исходя из этого, корректировать необходимую периодичность перечислений.

Все правительственные органы имеют право провести аудит бухгалтерских книг компании, чтобы посмотреть, правильно ли начисляются налоги с продаж, и, таким образом, компания теоретически может быть объектом трех аудиторских проверок налогов с продаж в год — по одной от каждого из налоговых департаментов города, округа и штата. Кроме того, поскольку эти аудиторские проверки могут проводиться любой из налоговых юрисдикций, в которых компания осуществляет свою деятельность, то могут быть буквально тысячи потенциальных аудитов.

Обязанность начислять налоги с продаж основана на концепции нексуса, рассмотренной ранее в данной главе. Если нексус существует, то налоги с продаж должны собираться продавцом. Если нет, то получатель купленных товаров вместо этого обязан составить список закупленного и перечислить налог на использование соответствующему органу власти. Налог на использование составляет ту же сумму, что и налог с продаж. Единственное отличие в том, что перечисляющей стороной является покупатель, а не продавец. Налоги на использование также являются объектом аудиторских проверок всех налоговых юрисдикций.

Если покупатель продукции компании включает ее в свою собственную продукцию для перепродажи другому юридическому лицу, то покупатель не должен платить налог с продаж продавцу. Вместо этого, покупатель будет начислять налог с продаж на покупателя *своего* конечного продукта. Такой подход используется в рамках теоретического положения о том, что налог с продаж следует начислять на продажу продукта только один раз. Однако, может быть весьма затруднительно объяснить невзыскание налога с продаж в ходе аудита, поэтому налоги с продаж следует приостанавливать только в том случае, когда покупатель присылает в компанию форму об освобождении от налога с продаж, которую затем следует сохранять. Сертификат об освобождении от налога с продаж может иметь название сертификата на перепродажу, в зависимости от выдавшего его уполномоченного органа. Он может также выдаваться государственным учреждениям, которые в целом освобождены от налогов с продаж и на использование. Как общее правило, налоги с продаж следует начислять всегда, если в папке с документацией нет сертификата об освобождении от налога с продаж, — в противном случае компания все равно будет ответственна за перечисление налогов с продаж в ходе аудита.

ТРАНСФЕРТНЫЕ ЦЕНЫ*

Трансфертное ценообразование является ключевым налоговым фактором, поскольку оно в результате может иметь постоянное снижение налоговой нагрузки организации. Постоянное снижение обусловлено регистрацией дохода в различных налоговых юрисдикциях, которые могут иметь различные налоговые ставки.

Базовой концепцией, лежащей в основе использования трансфертного ценообразования для сокращения общих налогов компании, является то, что компания передает свои товары своему отделению в другой стране по возможно более низкой цене, если ставка налога на прибыль в другой стране ниже, либо по возможно более высокой цене, если ставка налога на прибыль выше. За счет продажи отделению по низкой цене компания отчитается об очень высокой прибыли при конечной продаже продукции в другой стране, где эта прибыль будет обложена налогом по, как предполагается, более низкой ставке.

Например, на рис. 3.1 показана ситуация, в которой компания, базирующаяся в странах Альфа и Бета, имеет выбор: продавать товары в Альфа или переводить их в Бета и продавать там. Компания платит налог на прибыль в стране Альфа по ставке 40%. Чтобы постоянно уходить от некоторой части этого налога на прибыль, компания продает свои товары дочерней компании в стране Бета, где ставка корпоративного налога на прибыль составляет только 25%. При этом компания все же будет зарабатывать прибыль (60 000 долл.) в стране Альфа, но основная часть прибыли (125 000 долл.) теперь появляется в стране Бета. Чистым результатом является консолидированная ставка налога на прибыль всего в 28%.

Налоговая служба прекрасно знает об этой стратегии ухода от налогов и разработала налоговые правила, которые не устраняют ее, но сокращают свободу маневра для финансового директора в отношении изменения отчетного дохода. Согласно Секции 482 Кодекса Налоговой службы, ее предпочтительным методом определения трансфертных цен является использование рыночного уровня в качестве основы. Однако очень немногие товары могут сопоставляться с рыночным уровнем, за исключением биржевых товаров, вследствие различий в их себестоимости. Кроме того, во многих случаях продукты являются настолько специализированными (особенно компоненты, которые индивидуально спроектированы, чтобы подходить для более крупного изделия), что не существует рыночного уровня, с которым их можно сравнить. Даже если есть некоторая база для сравнения продукта со средними рыночными ценами аналогичных продуктов, финансовый директор все же имеет некоторую лазейку для изменения трансфертных цен. Поскольку На-

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002), pp. 545–547.

логовая служба позволит ввести специальные надбавки, основанные на стоимости трансферта товаров, или дополнительные сборы, типа роялти или лицензионных платежей, налагаемых на дочернюю компанию за использование патентов или торговых марок родительской компании, либо административные расходы, связанные с подготовкой какой-либо документации, необходимой для перевозки товаров из страны в страну Кроме того, можно слегка изменить процентную ставку для дочерних компаний (однако не слишком далеко от рыночных ставок) за использование средств, предоставленных им головной организацией

	В стране Альфа	В стране Бета
Продажи филиалу	$1 000 000	
Выручка	850 000	
Себестоимость проданных товаров	$150 000	
Прибыль	15%	
Норма прибыли		
Продажи вне компании		$1 500 000
Выручка		1 000 000
Себестоимость проданных товаров		$500 000
Прибыль		33%
Норма прибыли		
Ставка налога на прибыль	40%	25%
Налог на прибыль	$60 000	$125 000
Консолидированный налог на прибыль	$185 000	
Ставка консолидированного налога на прибыль	28%	

Рис. 3.1. Экономия налога на прибыль в результате трансфертных цен

Если нет базы для расчета цен, основанных на рыночном уровне, то следующий излюбленный подход Налоговой службы состоит в расчете цен, основанных на *методе обратного счета* (work-back method). При таком подходе начинают с конца цикла продаж путем определения цены, по которой товар продан внешнему покупателю, а затем вычитают стандартный процент торговой надбавки дочерней компании и добавленные ею стоимость сырья, рабочей силы и накладные расходы, в результате чего получают теоретическую трансфертную цену. Метод обратного счета может дать широкий набор трансфертных цен, так как из окончательной продажной цены можно вычесть ряд различных издержек, например, стандартные издержки, фактические издержки, накладные расходы, основанные на различных методах распределения, и накладные расходы, основанные на общих счетах затрат, которые включают различные виды расходов

Если этот метод не работает, тогда третьим любимым подходом Налоговой службы является *метод «затраты плюс прибыль»* (cost plus method).

Как предполагает название, этот подход начинается с другого конца производственного процесса и суммирует затраты с начальной точки производства продукта После того, как все затраты до момента трансферта сложены, добавляют норму прибыли на продукт и, таким образом, получают трансфертную стоимость, которая приемлема для Налоговой службы. Однако и здесь затраты, включенные в продукт, подвержены тем же различиям, которые были упомянуты для метода обратного счета Кроме того, добавленная норма прибыли должна быть стандартной нормой прибыли, добавляемой по отношению к любому другому клиенту компании, но определение которой может быть весьма трудным, если имеется множество скидок за объем, сезонных скидок и т д Поэтому норма прибыли, добавленная к первоначальным издержкам на продукт, может быть предметом детальных переговоров

Важной проблемой, которую необходимо учитывать независимо от того, какой метод используется для определения трансфертных цен, является то, что налоговые власти могут стать очень раздражительными, если компания постоянно упирается в верхние лимиты допустимого правилами трансфертного ценообразования для того, чтобы максимизировать свою налоговую экономию Когда такое случается, компания может ждать непрерывных аудиторских проверок и штрафов по спорным пунктам, а также менее благоприятного отношения по любым налоговым вопросам Поэтому имеет большой смысл постоянно применять методы ценообразования, которые ведут к разумной экономии налогов, являются полностью обоснованными для налоговых властей всех соответствующих стран и не злоупотребляют границами допустимого поведения в области цен.

Другим вопросом трансфертного ценообразования, который может изменить ценовую стратегию компании, является наличие каких-либо ограничений на перевод денежных средств из страны, в которой она имеет дочернюю компанию. В таких случаях может оказаться необходимым объявлять минимально возможную сумму налогооблагаемого дохода у дочерней компании, независимо от местной налоговой ставки. Причина в том, что единственным способом вывезти денежные средства из страны для компании является использование счета дебиторской задолженности, который должен быть максимизирован за счет выставления дочерней компании возможно более крупных счетов за переводимые товары В этом случае налоговое планирование уступает приоритет денежному планированию

Однако еще одной проблемой, которая может заставить компанию устанавливать уровни цен, которые не приводят к сокращению налогов на прибыль, является то, что дочерняя компания может быть вынуждена объявлять высокие уровни дохода для того, чтобы получить заем от местной кредитной организации Это особенно важно, если страна, в которой базируется дочерняя компания, имеет ограничения на вывоз денежных средств, и таким образом родительская компания не смогла бы получить назад кредиты, выданные

дочерней компании. Как и в предыдущем случае, денежное планирование, вероятно, будет важнее, чем сокращение налога на прибыль.

Последней проблемой трансфертного ценообразования, о которой необходимо знать, является то, что методы расчета налогооблагаемого дохода в других странах могут быть иными. Это может привести к заблуждению, что в другой стране ставка налога ниже. Более тщательное изучение того, как рассчитывается налогооблагаемый доход, может обнаружить, что некоторые затраты ограничены или не разрешены вовсе, что имеет результатом фактическую налоговую ставку, которая намного выше, чем ожидалось первоначально. Консультация эксперта по налогам в данной стране до установления каких-либо схем трансфертного ценообразования является наилучшим способом избежать этой проблемы.

ОТЧИСЛЕНИЯ В ФОНД ЗАНЯТОСТИ*

Как правительства штатов, так и федеральное правительство будут облагать компанию фиксированным процентом от фонда оплаты труда каждый год с целью покрыть затраты на выплату пособий ее бывшим работникам, которые лишились работы. Правительства штатов управляют распределением этих средств и рассчитывают соответствующие рейтинги для каждой компании, основанные на количестве служащих, которых она уволила в последнее время. Исходя из этого рейтинга, оно может потребовать от компании направлять большие или меньшие суммы в фонд борьбы с безработицей штата в предстоящие годы. Это может превратиться в значительное бремя, если компания имеет длинную череду увольнений. Поэтому следует р ассматривать вариант использования временных работников или «аутсорсинга», если это позволит фирме сохранять небольшое число ключевых служащих и избегать увольнений, и при этом справляться с сезонными изменениями в объемах работ. Кроме того, если компания планирует приобрести другую компанию, но предполагает уволить значительную часть ее персонала после завершения поглощения, то может быть целесообразнее купить только активы приобретаемой компании и выборочно нанять некоторых ее служащих, и, таким образом, сохранить свой прежний рейтинг безработицы, установленный правительством данного штата.

Компания должна платить в федеральный фонд занятости, если она заплатила служащим по крайней мере 1500 долл. в любой календарный квартал, или имела по меньшей мере одного служащего в течение некоторой части дня в пределах по крайней мере 20 недель года. Короче, почти все компании будут обязаны перечислять федеральные налоги на безработицу. В 2001 календарном

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002), p. 549.

году ставка налога составляла 6,2% на первые 7000 долл., выплаченных каждому служащему. Это ведет к концентрации большей части перечислений федерального налога на безработицу в первом квартале календарного года. Во многих штатах можно зачесть федеральный налог на безработицу в размере до 5,4% облагаемого фонда оплаты труда, что дает в результате чистый федеральный налог на безработицу всего в 0,8%.

Если компания меняет свой юридический статус, например, в результате реорганизации из партнерства в корпорацию, или из корпорации типа «S» в корпорацию типа «C», она должна будет подать заявку на новый идентификационный номер по налогу на безработицу в уполномоченные органы штата. Это является проблемой, если закрываемая организация имела необычно хороший рейтинг безработицы, поскольку компания получит худший рейтинг до тех пор, пока со временем не появится база для расчета нового рейтинга. В краткосрочном плане это приведет к более высоким налогам на безработицу. Чтобы избежать этой проблемы, следует обратиться в местное бюро налогов на безработицу с запросом о переводе рейтинга безработицы старой компании на новую.

ВЫВОДЫ

В этой главе представлен набор общих целей налогового планирования и затем ряд конкретных налоговых проблем, которые следует учитывать при разработке и обновлении налоговой стратегии. Например, существование налога на аккумулированные доходы может заставить финансового директора рекомендовать выплату достаточно крупных дивидендов, чтобы избежать этого налога, в то время как раздел о слияниях и поглощениях показывает, как финансовый директор должен структурировать поглощения, чтобы минимизировать для всех сторон подоходные налоги, возникающие в результате этой сделки. С точки зрения налоговой процедуры хорошее понимание разделов «Нексус» и «Налоги с продаж и использование» является критически важным для максимально эффективной подачи налоговых деклараций, а тему трансфертного ценообразования финансовому директору следует глубоко изучить для того, чтобы получать постоянную экономию федеральных налогов на прибыль. Таким образом, финансовый директор должен иметь обширные знания по различным налоговым темам, что, в свою очередь, позволяет ему разработать налоговую стратегию, учитывающую все аспекты деятельности компании, ее методы финансирования, местоположение и корпоративную структуру.

ГЛАВА 4

СТРАТЕГИЯ В ОБЛАСТИ ИНФОРМАЦИОННЫХ ТЕХНОЛОГИЙ

Финансовому директору иногда поручают курировать информационно-технологическое подразделение. В любом случае ему следует активно интересоваться этой областью, поскольку она может потребовать весьма значительных капиталовложений. Компании имеют тенденцию инвестировать слишком много денег в информационные технологии (ИТ), или, по крайней мере, тратить их на ненужные проекты, поскольку очень часто нет времени, чтобы определить, как можно наиболее эффективно увязать ИТ с общей стратегией бизнеса. В этой главе мы увидим, почему стратегия ИТ является важной для финансового директора, как правильно разработать стратегию ИТ и какие конкретные проекты ИТ, возможно, окажутся ценными для общей стратегии бизнеса, которой намерена следовать компания.

ПРИЧИНЫ РАЗРАБОТКИ СТРАТЕГИИ В ОБЛАСТИ ИНФОРМАЦИОННЫХ ТЕХНОЛОГИЙ

Стандартным подходом корпораций к разработке стратегии ИТ является продолжение финансирования существующих проектов и одобрение финансирования дополнительных проектов, представленных менеджером ИТ, пока заранее установленный потолок затрат не будет достигнут. Этот подход полностью избегает каких-либо увязок инвестиций в ИТ с общей стратегией бизнеса компании, вероятным результатом чего являются потерянные возможности для совершенствования бизнеса. Однако существует несколько позиций, влияющих на принятие решений по ИТ, где финансовый директор мог бы заявить о необходимости полной оценки стратегии ИТ, создав тем самым более тесное соответствие между проектами ИТ и общим направлением бизнеса. Это возможно:

- *Когда сливаются компании.* Если компания приобретает другую компанию, то существует вероятность возникновения вопросов о том, чьи системы будут использоваться в тех или иных областях, или следует

ли держать системы обособленными. Это подходящее время для проведения тщательного анализа причин, по которым следует использовать системы любой из компаний, что позволяет сохранить наиболее приемлемые из них.

Когда необходимы крупные сокращения затрат. Если компания обнаруживает, что теряет так много денег, что должна провести детальный анализ всех расходов в масштабе компании, то это хороший повод для анализа стратегии ИТ, хотя этот анализ будет сильно перевешивать в сторону сокращения затрат, а не к использованию этой стратегии для совершенствования бизнеса.

Когда существует переизбыток заявок на проекты ИТ. Это одна из наиболее типичных причин разработки стратегии ИТ. Менеджер ИТ совершенно завален количеством заявок, поступающих в его отдел, и просит начальство о помощи в разборе этих заявок. В таком случае используется такая стратегия ИТ, которая выступает как сортировочный механизм для отбора самых необходимых проектов.

Когда имеющиеся системы ИТ не справляются. Если старые, доморощенные системы начинают пробуксовывать по самым разнообразным причинам — уход ключевых программистов, чрезмерный объем операций и т. п. — финансовый директор может ратовать за разработку новой стратегии ИТ, используемой в качестве основы для создания замещающих систем. Единственной проблемой является то, что системы могут меняться так быстро, что процесс разработки стратегии будет поспешным.

Когда изменяется организационная структура компании. Иногда высшее руководство может решить реорганизовать компанию с учетом географии ведения бизнеса, появления новых менеджеров, управляющих различными направлениями, и т. п. Существующие системы ИТ могут быть перегружены информационными потребностями новой структуры, это благоприятное время для пересмотра стратегии ИТ.

Когда существующие системы мешают функциональной эффективности. Наиболее часто эта проблема возникает в компаниях, основной целью которых является постоянное сокращение издержек для того, чтобы оставаться производителем с низкими затратами. В результате они сокращают затраты до уровня, когда процедуры, связанные с существующими системами ИТ, становятся помехой дальнейшему совершенствованию себестоимости, что приводит к анализу стратегии с целью выявления возможных изменений в системах для сокращения затрат.

Когда приходит новое руководство. Если новый генеральный директор вступил в должность и привёл свою управленческую команду, то они могут провести полную реорганизацию всей компании, которая, вероятно, затронет и существующие системы ИТ. Это превосходная

возможность для анализа стратегии ИТ, поскольку новые направления могут быть определены без какого-либо вмешательства старой команды менеджеров.

Независимо от того, какое из вышеизложенных обстоятельств используется в качестве повода для создания стратегии ИТ, финансовый директор должен непременно иметь текущий график периодических пересмотров стратегии ИТ, чтобы время от времени можно было вносить в план необходимые коррективы, поскольку общая стратегия бизнеса меняется.

РАЗРАБОТКА СТРАТЕГИИ ИНФОРМАЦИОННЫХ ТЕХНОЛОГИЙ

Первым шагом в разработке стратегии ИТ является образование рабочего комитета ИТ, наделенного полномочиями по ее разработке. Очень важно, чтобы эта группа состояла из представителей всех основных функциональных подразделений компании и чтобы ее решения имели более высокие шансы быть принятыми всей компанией. Финансовому директору необходимо посещать эти совещания, равно как и менеджеру подразделения ИТ. Следует избегать присутствия на них дополнительных представителей ИТ, если только это не требуется для получения специальной информации, так как велика вероятность, что принятые решения будут направлены на технические направления, а не на весь бизнес в целом. Комитет отвечает за создание стратегий ИТ и установление приоритетов для проектов ИТ, основанных на этих стратегиях, а также должен представить эту работу правлению для окончательного утверждения. Он также рассматривает новые проекты ИТ, предлагаемые различными подразделениями компании. Для того чтобы комитет не увяз в их изучении, он должен ограничить свою деятельность разбором только крупнейших и наиболее дорогих проектов и предоставить возможность менеджеру ИТ заниматься всеми более мелкими вопросами.

После создания рабочему комитету необходимо прежде всего уделить значительное время изучению общих корпоративных стратегий, которые он будет использовать при формулировании стратегии ИТ. Первая стадия изучения может занять всего один день, если официальный стратегический документ уже был подготовлен. Однако более вероятно, что компания работает без него, и в этом случае рабочий комитет должен заслушать членов правления, чтобы собрать информацию, на основе которой он сможет затем разработать план работы.

Процесс изучения главных направлений бизнеса, вероятно, потребует значительного времени на уяснение общей схемы работы компании. Например, члены комитета должны знать, производится ли продукция по заказам или без них, используется один или несколько складов, случаи перепроизводства продукции в прошлом, процедуры многовалютных транзакций, на-

личие особых требований государственной отчетности, о передаче функции внешним исполнителям («аутсорсинг»), об обмене проектами изделий с поставщиками и т. д. Этот уровень детального понимания операций является критически важным для последующего определения типов проектов ИТ, которые могут быть реализованы с целью наиболее эффективного содействия общей деятельности компании.

Имея под рукой концепцию бизнеса, комитет может затем выработать стратегию ИТ, поддерживающую общие задачи бизнеса за счет акцента на слабых областях, которые в то же время считаются важными для деятельности, а также путем развития направлений, где компания хочет сохранять высокий конкурентный статус. Для этого стратегия должна включать детальный перечень сильных и слабых сторон корпорации, а также стратегических разработок ИТ, влияющих на них. Кроме того, корпорация должна предвидеть возможное соперничество в области ИТ с фирмами-конкурентами, основываясь на достоверности получаемой информации. Другим подходом к разработке возможных стратегий является проведение сравнительного анализа проектов ИТ других компаний, а, возможно, и организаций, находящихся вне отрасли компании. Относительно идей о том, какие типы стратегий могут быть реализованы, смотрите раздел «Конкретные применения» в конце главы. Этот этап является развивающимся процессом, который постоянно обновляется в свете изменений в общей стратегии и поэтому имеет тенденцию к дополнительной корректировке приоритетов, установленных для различных проектов.

Имея в наличии стратегию ИТ, рабочий комитет должен затем определить, какие конкретные проекты ИТ необходимо реализовать для выполнения поставленной цели. Это требует детального знания точных функций ИТ, которые уже выполняются, а также проектов, необходимых для сокращения разрыва между нынешними и желаемыми возможностями. В анализе должны учитываться технические способности отдела ИТ компании, чтобы рассчитать, как много внешней помощи может потребоваться для определенных проектов. В результате изучения собственных ресурсов должно произойти распределение персонала по определенным категориям: специалисты в данной отрасли, специалисты по процессам, эксперты по практическому развитию и персонал по обслуживанию систем. Таким путем комитет может обнаружить те области, где отсутствие квалифицированного персонала чрезмерно затруднит реализацию нового проекта. Комитет должен также рассчитать долю рабочего времени персонала ИТ, затрачиваемого на обслуживание существующих систем ИТ, поскольку оно обычно поглощает основное время работы сотрудников, оставляя мало возможностей для каких-либо работ над нововведениями. Эта проблема иногда может быть преодолена путем разумной замены индивидуально разработанных программ стандартными программами, поддерживаемыми внешней организацией, что сокращает усилия по обслуживанию со стороны отдела ИТ.

Далее, комитету следует провести детальное изучение разрабатываемых в настоящее время проектов, затрат ресурсов и времени, необходимых для их завершения. Во многих случаях может оказаться целесообразным завершить проекты, которые в стадии разработки хотя и далеки от требований стратегии ИТ, но требуют минимальных стараний для окончания

Этот детальный уровень анализа потребует значительных усилий, особенно если компания имеет много направлений деятельности, мест базирования или отделений Для того чтобы завершить хотя бы часть этой работы как можно скорее, комитет может ограничить ее объем, концентрируясь только на определенных областях. Критерием ограничения может стать важность для производства полученной в итоге информации, возможность ее использования более чем в одной функциональной области или то, будет ли ее результатом обмен информацией с другими деловыми партнерами Конечно, доминирующим критерием является констатация в стратегии бизнеса того, что данная конкретная область рассматривается как благоприятная возможность для бизнеса в целом Если содержание плана ИТ ограничено подобным образом, комитету следует расставить приоритеты в отношении остальных частей бизнеса и включить их в стратегию ИТ, насколько позволяет время

Даже имея в наличии стратегию ИТ, четко определяющую, какие типы проектов подлежат одобрению, комитету все равно будет непросто расставить точные приоритеты для различных проектов ИТ вследствие широкого разнообразия возможных проектов. Любые или все из приведенных ниже методов, могут быть использованы для проведения такой приоритезации·

- *Метод строительного блока.* Предоставляйте высокий приоритет тем проектам, которые необходимы как строительные блоки для дальнейших проектов, которые не могут быть завершены, пока не реализованы первые проекты. Например, общекорпоративная сеть должна быть завершена прежде, чем во всей компании может быть установлена система планирования производственных ресурсов.
- *Портфельный метод* Когда денежные ресурсы сокращаются, компания имеет тенденцию отменять все рискованные проекты ИТ и концентрирует свои усилия только на тех, которые обеспечивают очевидную и вероятную отдачу. Однако такой подход таит в себе риск никогда не достигнуть прорывного технического преимущества. Лучше определить проекты с высокой потенциальной отдачей и выделить на них небольшую часть бюджета ИТ, даже если существует высокий риск неудачи.
- *Метод конкурирующих стандартов.* Если проект требует использования одного из комплектов конкурирующих отраслевых стандартов, может быть, целесообразно отложить его реализацию до тех пор, пока не прояснится, какой из стандартов будет играть доминирующую роль. В противном случае, компания может обнаружить, что инвестирует средства в технологию, экспертная база поддержки которой сокращается.

- *Принудительное ранжирование.* Последовательно сравнивают ценность каждого проекта с каждым другим предложенным проектом для того, чтобы создать ранжирование. Например, проект А сравнивается со всеми другими предложенными проектами. Если комитет считает, что он должен иметь самый высокий приоритет, то ему присуждают этот ранг Затем комитет индивидуально сравнивает все остальные проекты, чтобы определить следующий самый важный проект. После того, как на основе данного метода расставлены все приоритеты, комитет возвращается к списку еще раз и сравнивает каждый проект в нем со следующим сразу за ним, и повторяет этот процесс до тех пор, пока не будет удовлетворен ранжированием
- *Метод отдачи* Каждое проектное предложение должно сопровождаться расчетом экономической эффективности Хотя комитет может проигнорировать эту информацию в интересах долгосрочной стратегии, способность проекта ИТ создавать прибыль, особенно при ранжировании среди краткосрочных проектов, не следует игнорировать

Из только что описанных методов приоритезации, следует уделить особое внимание методу принудительного ранжирования, но в рамках более широкой схемы конкретных стратегий бизнеса. Например, если крупный скачок продаж за счет использования более эффективного персонала с мобильной связью рассматривается как основная стратегия бизнеса, то все ключевые проекты, относящиеся к этой стратегии, могут получить более высокий ранг, чем те, которые относятся к следующей наиболее важной стратегии. После этого может быть использовано ранжирование методом строительного блока, чтобы определить первоначальную приоритетность проектов внутри каждой группы проектов, а принудительное ранжирование может быть затем проведено в отношении остальных проектов.

На всем протяжении процесса определения стратегии ИТ, проведения анализа разрыва с конкурентами и установления приоритетности конкретных проектов, рабочий комитет должен помнить о необходимости детального информирования о своей деятельности правления, отдела ИТ и компании в целом. Это необходимо, чтобы обеспечить наивысший уровень поддержки и сотрудничества всех сторон, когда настанет время реализовывать пакет проектов, которые рабочий комитет рекомендует правлению.

ТЕХНИЧЕСКИЕ СТРАТЕГИИ

Основной темой этой главы является разработка списка проектов ИТ, которые будут содействовать общей стратегии бизнеса компании. Однако и сам отдел ИТ, вероятно, имеет какие-то идеи относительно базовой структуры систем ИТ, которые будут использоваться. Это технические вопросы, в которых

финансовый директор, скорее всего, не разбирается, поэтому следующие несколько пунктов следует иметь в виду при обсуждении технических стратегий с персоналом ИТ:

- *Используйте расширяемые компоненты.* Если у компании есть какие-либо перспективы расширения, то она, в конечном счете, столкнется с риском перерастания своей существующей компьютерной инфраструктуры. Поэтому финансовый директор должен поинтересоваться о возможности повышения мощности любых новых систем, которые персонал ИТ хочет установить. Действительно расширяемая система должна легко справляться со значительно большим объемом транзакций или, по крайней мере, делать это посредством логического наращивания мощности.
- *Используйте открытые стандарты.* Финансовый директор должен избегать использования частных систем всегда, когда это возможно, поскольку эти системы привязаны к судьбам их поставщиков. Кроме того, они обычно более дорогие, чем открытые системы, и привлекают меньшее количество независимых разработчиков, предоставляющих дополнительные услуги. Так как эти системы являются долговременными и иногда дорогостоящими, то их внедрение должно рассматриваться наряду с другими задачами. Также необходимо определить степень их влияния на деятельность компании в целом.
- *Используйте одну и ту же архитектуру как можно дольше.* Несмотря на предыдущую рекомендацию переключиться на открытые системы, финансовый директор сталкивается также с проблемой удержания инвестиций в ИТ на разумно низком уровне. Один из методов состоит в том, чтобы заставить отдел ИТ продлить использование существующих стандартов как можно дольше. Как только архитектура меняется, возникает шлейф связанных расходов, таких как обучение, программное обеспечение и компьютерное оборудование, поэтому финансовый директор должен заставить персонал ИТ тщательно анализировать вероятный срок жизни любой архитектуры ИТ, которую он хочет применить.
- *Используйте готовое программное обеспечение.* Многие компании болеют синдромом «не изобретено здесь» и предпочитают спускать крупные суммы денег на доработку систем ИТ, которые могут быть куплены у поставщика. Преимущество фабричной системы состоит в ее более низкой стоимости, поддержке поставщиком и сравнительном отсутствии сбоев (поскольку ее проверяют многие покупатели, которые направляют свои замечания поставщику). Готовые программы не следует использовать только в том случае, если будущее применение является настолько специфичным для данной компании, что фабричных решений не имеется.
- *Используйте объектное программирование.* Когда должно быть использовано собственное программирование, финансовому директору следует

подчеркнуть важность объектного программирования (object-oriented programming), которое позволяет легко переместить блоки кодировок в различные применения и опять связать их вместе. Этот подход значительно сокращает объем текущего программирования в будущем.

- *Используйте немного поставщиков.* Поставщики ИТ любят сваливать вину за неисправность системы на других поставщиков. Очевидным решением является концентрация закупок ИТ на возможно меньшем числе поставщиков. Другой причиной использования немногих поставщиков является то, что крупные покупки могут привести к скидкам. Если нет способа избежать большого количества поставщиков, то финансовому директору следует, по крайней мере, назначить ведущего поставщика, по отношению к которому другие действуют как субподрядчики, который отвечает за решение возникающих в системе проблем.
- *Используйте связанные базы данных.* Наиболее эффективным методом хранения информации является связанная база данных (relational database), представляющая собой набор отдельных таблиц, связанных индексными полями. Таким образом, информация может быть легко обобщена и извлечена без хранения одних и тех же данных во многих местах. Использование связанной базы данных позволяет компании сохранять конкретную единицу информации только один раз, что значительно облегчает ее обновление и поддержание.
- *Централизуйте только самую важную информацию.* Хранилища информации обычно представляются как прекрасный способ централизации и организации всей ключевой информации компании, но при этом они дороги и трудоемки в создании и эксплуатации. Поэтому финансовому директору следует внимательно проанализировать необходимость хранения различных видов информации на этом складе, а также полные затраты на это, и сохранять только те наименования информации, по которым просматривается явная выгода.

Существует много других соображений, касающихся разработки технической стратегии, но они выходят далеко за рамки данной книги. Выделенные выше пункты наиболее полезны финансовому директору как основные ориентиры, которые необходимо учитывать при обсуждении вопросов технической стратегии с отделом ИТ.

КОНКРЕТНОЕ ПРИМЕНЕНИЕ

До сих пор мы рассматривали общую схему, которой финансовому директору следует придерживаться при разработке стратегии ИТ. Однако остается вопрос: какие конкретные направления ИТ являются наиболее важными для компании, следующей определенным стратегическим курсом? У каждой

компании обстоятельства будут весьма различными, но при указанных ниже стратегиях пригодится следующий перечень направлений работы:

- *Стратегия взрывного роста продаж.* В данном случае компания решила наращивать продажи максимально возможным темпом, игнорируя эффективность затрат, совершенствование продукции или другие параметры производственной эффективности в краткосрочном плане. Ей следует подумать об установке компьютерных систем для своих дилеров и торговых представителей, дающей им прямой доступ к базе данных компании о ценах и исполнении заказов. Она может обеспечить мобильный доступ для менеджеров по продажам, чтобы они могли лучше оценивать информацию прямо с мест. Она может также создать котировальную систему для сбытовиков, которая отслеживает, какие котировки находятся в стадии разработки, какие были выставлены и какие заказы выиграли, а также причины проигранных заявок. Высшее руководство пожелает иметь ежедневный доступ к информации о продажах. Кроме того, стратегия может включать полную стандартизацию систем, устанавливаемых во всех новых местах деятельности для того, чтобы сократить для персонала ИТ объем работ, связанных с их обслуживанием. Как правило, компании следует предусмотреть установку готового программного обеспечения «Управление отношениями с клиентами» (customer relationship management, CRM) для использования ее торговым персоналом, чтобы иметь централизованную базу данных по клиентской информации.
- *Стратегия отличного обслуживания клиентов.* В этом случае компания предпочитает прилагать дополнительные усилия для обеспечения первоклассного обслуживания своих клиентов, вероятно, сопровождающегося более высокой ценой товаров, которую покупатели готовы платить в обмен за этот сервис. Ей следует подумать о предоставлении своим клиентам электронного доступа к информации об их заказах, возможно, через сеть Интернет. Она также должна позволить им делать электронные заказы либо через Интернет, либо посредством сети электронного обмена информацией (electronic data interchange, EDI). Далее, если компьютерный доступ невозможен, она должна рассмотреть возможность установки автоответчика для получения той же информации по телефону. Кроме того, должны иметься внутренние базы данных для отслеживания работы с жалобами клиентов, а также проблем с качеством товаров или услуг и состояния всех заказов на обслуживание на месте. Эти системы могут быть также объединены с глобальными системами слежения и, таким образом, клиенты могут видеть, где именно находятся их грузы по всему миру. Руководство компании должно иметь непосредственный доступ к этим базам данных, чтобы видеть, где возникают проблемы; этот подход может быть усовершенствован

до «сигнальной» технологии, когда система автоматически извещает руководство о возникающей проблеме. Компании следует также иметь в наличии систему отзыва товара, возможно, включающую отслеживание произведенных партий, с тем, чтобы проблемы с продукцией можно было урегулировать быстро и эффективно. Кроме того, система должна иметь связь между поступлением заказа и системами заказывания или производства запасных частей, чтобы обязательства по поставке можно было исполнять автоматически и в режиме онлайн, с доступом к этой информации со стороны клиентов.

Стратегия совершенствования продукции. В этом случае компания хочет постоянно совершенствовать свои изделия и разрабатывать новые, исходя из предпосылки, что покупатели будут платить за них более высокую цену. Ей следует предусмотреть установку систем, которые позволят легко обмениваться чертежами и другой проектной документацией в электронном виде с ее деловыми партнерами. Она может также установить системы управления проектами, обеспечивающие возможность параллельной работы над новым изделием нескольких подразделений. Далее, системы должны давать возможность руководству рассчитывать время выхода на рынок с каждым разрабатываемым изделием, а также видеть проблемы на стадии разработки. Также должна иметься база данных по стоимости компонентов изделия, хранящая информацию о стоимости различных модификаций изделия при разных объемах закупок или производства, которая полезна для выхода на целевой уровень себестоимости. Кроме того, следует иметь передовые системы калькуляции затрат для расчета издержек на любой стадии процесса разработки. Быстрой разработке и испытаниям моделей изделий должна способствовать также система создания прототипов. Наконец, могут потребоваться системы для отслеживания всех этапов прохождения патентных заявок, а также лицензионных соглашений по продукту с другими компаниями.

Стратегия низкой себестоимости. В этом случае компания предпочитает ограничить свой уровень услуг и номенклатуру предлагаемых изделий, концентрируясь вместо этого на продаже товаров с максимально низкими издержками. Одной из возможных систем для этой стратегии является стандартная программа планирования производственных ресурсов (manufacturing resources planning, MRP II), которая создает упорядоченный поток ресурсов к производственным мощностям, что приводит к значительному улучшению использования сырья, оборудования и рабочей силы. Другим вариантом является установка производственной системы «точно вовремя» (just-in-time, JIT), предусматривающей меньше компьютерных систем и больший упор на перепланировку производственных цехов, сокращение размера межоперационных перемещений и изменение объема и графика доставки

от поставщиков. Другой возможностью является использование программного обеспечения для управления цепью поставок (supply chain management, SCM), которая рисует поставщикам открытую картину того, какие заказы клиентов поступили в компанию и когда они должны отправить комплектующие для того, чтобы компания работала в рамках производственного графика. Обязательно нужно иметь всеобъемлющую базу данных по счетам за материалы, которая ведется с максимальной точностью, поскольку эта информация необходима для согласования различных систем заказа комплектующих. Кроме того, если ИТ считается небольшим стратегическим ресурсом, то некоторая ее часть может быть передана внешним исполнителям за рубежом, чтобы использовать преимущества более дешевого персонала.

Помимо только что упомянутых основных стратегий, существуют основные виды операций или ситуаций, где более вероятно обнаружить конкретные типы проектов ИТ. Например, публичная компания может быть заинтересована в быстром исполнении своих финансовых транзакций в конце каждого квартала, также в передовых программных системах, которые позволят этого добиться. Публичная компания может стремиться к быстрому доступу к ключевым параметрам, чтобы иметь возможность передавать эту информацию своим инвесторам. Поэтому она будет более склонна инвестировать в управленческую информационную систему. По той же самой причине, другими приоритетными проектами могут стать хранилище информации, система управления отношениями с клиентами (CRM) с современными прогностическими возможностями и система точного отслеживания запасов.

Компанией с другим типом операций является международная компания. Это юридическое лицо нуждается в бухгалтерском программном обеспечении с многовалютными возможностями, а также в оборудовании для проведения глобальных электронных совещаний, которое может быть представлено системой мгновенной передачи сообщений, международной сетью и оборудованием для видеоконференций. Кроме того, если руководство компании хочет централизовать отдельные глобальные транзакции, оно может инвестировать в систему планирования ресурсов предприятия (enterprise resource planning, ERP), или, на более низком уровне, просто в компьютеризацию клиентского обслуживания и закупок.

Типом компании, требующей существенно иных систем ИТ, является сервисный бизнес. В данном случае забота о ключевых работниках и выявление лиц, обладающих необходимыми знаниями, является критически важным для успеха корпорации. Поэтому системы ИТ должны отслеживать обучение служащих, предоставляемые им льготы, трудоустройство, выплачиваемое вознаграждение, результаты аттестаций и текучесть кадров, а также выявлять кандидатов на конкретные должности. Если люди в этом бизнесе должны обладать обширной информацией, как, например, консультанты, их

также следует обеспечить средствами мобильной связи с другими служащими, чтобы они могли быстро получить информацию, имеющую отношение к их клиентам.

Наконец, классическая производственная деятельность требует многих систем, упомянутых ранее в стратегии низкой себестоимости. Отмеченные системы планирования производственных ресурсов (MRP) или «точно вовремя» (JIT) могут быть также интегрированы в общую систему планирования ресурсов компании (ERP) для распространения по всем подразделениям информации, которая будет особенно полезна для производственных целей. Далее, системы ИТ должны позволять производству создавать изделия в режиме «сделано по заказу», который является наименее запасоемкой формой производства. Могут существовать и системы сертификации поставщиков, позволяющие получающему подразделению отменить входной контроль в отношении установленных товаров, а система оценки затрат необходима для проектирования новых изделий Также следует использовать систему отслеживания инженерных изменений, которая отмечает те моменты в будущем, когда модифицированные продукты должны быть встроены в существующий процесс производства.

Ясно, что типы установленных систем будут широко варьироваться в зависимости от типа стратегии бизнеса, которой решит следовать руководство компании. Даже когда набор вариантов сужен до любого из предыдущих стратегических направлений, все равно может иметься слишком много возможных проектов, из которых нужно выбирать. Если это так, то критерии отбора, отмеченные ранее в параграфе «Разработка стратегии в области информационных технологий», могут использоваться для выявления тех немногих проектов, которые обладают наибольшим потенциалом с целью придать компании стратегическое ускорение.

ВЫВОДЫ

Из этой главы очевидно, что компания с правильной стратегией ИТ идет по пути создания весьма успешной общей стратегии бизнеса. Выбор правильного набора приоритетов для проектов ИТ требует значительного времени и участия всех подразделений компании, но в результате она получит превосходное использование ограниченного капитала для поддержки самых важных видов деятельности. Когда эти стратегии созданы с учетом того, что делается в конкурирующих фирмах, компания имеет хороший шанс утвердиться на сильных конкурентных позициях, с которых ее трудно вытеснить.

ЧАСТЬ 2

ГЛАВА 5

СИСТЕМЫ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

В этой главе представлены две дюжины наиболее важных показателей эффективности работы, которые может использовать финансовый директор Они охватывают такие области, как использование активов, эффективность производственной деятельности, движение денежных средств, ликвидность, рентабельность инвестиций и рыночную деятельность Описание каждого показателя включает общий обзор, способ расчета и пример использования

СОЗДАНИЕ СИСТЕМЫ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

Если бы финансовый директор захотел использовать все 24 показателя, приведенные в этой главе, то он тратил бы очень много времени на проведение вычислений, что неправильно. Вместо этого следует посмотреть, может ли используемая бухгалтерская программа автоматически рассчитывать эти данные Если нет, то эту задачу следует передать финансовому аналитику для расчета с помощью электронных таблиц

Другой проблемой системы показателей является совместимость расчетов. Очень просто продемонстрировать производительную систему показателей, убрав из расчетов несколько переменных; чтобы избежать этого, финансовый директор должен потратить весьма значительное время на формулирование точного определения и методологии расчета каждого показателя. Если существует определенный риск того, что показатели будут изменены даже при наличии этих инструкций, тогда следует попросить группу внутреннего аудита время от времени проверять эти показатели. Если существует обоснованная причина для изменения расчета в какой-то момент в будущем, тогда новую формулу следует использовать для перерасчета этого показателя для всех предшествующих периодов, по которым он рассчитывался, чтобы обеспечить совместимость отчетных данных по всем периодам

Финансовый директор должен быть готов ответить на критику со стороны руководителей других подразделений, если система показателей пока-

зывает, что их деятельность ниже ожидаемого уровня Обычная реакция состоит в том, что показатели рассчитываются неправильно, причем «правильный» вариант, конечно же, показывает улучшенные итоги работы данного подразделения. Финансовый директор может до некоторой степени избежать этой проблемы, если до внедрения системы показателей потратит время на совместную работу с руководителями подразделений, чтобы в результате получить возможно лучшую формулу расчета показателей Дав руководителям подразделений возможность заранее высказаться по методологии расчетов, можно ожидать, что они с меньшей вероятностью станут жаловаться впоследствии

ПОКАЗАТЕЛИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ АКТИВОВ*

Пять коэффициентов, представленных в данном параграфе, концентрируются главным образом на отношении уровня продаж компании к другим ключевым переменным, таким как оборотный капитал, расчет на одного занятого и общие расходы. Они призваны дать финансовому директору быстрое представление о достаточности текущего объема продаж.

Отношение продаж к оборотному капиталу

Очень важно удерживать на минимальном уровне сумму наличных денежных средств, используемую организацией, и таким образом сокращать ее потребности в финансировании. Одним из наилучших способов определения изменений в общем уровне использования денежных средств является показатель отношения продаж к оборотному капиталу. Этот коэффициент показывает сумму денежных средств, необходимую для поддержания определенного уровня продаж. Он особенно эффективен, когда отслеживается в виде трендовой линии. Таким образом руководство может видеть, происходит ли долгосрочное изменение суммы денежных средств, необходимых бизнесу для того, чтобы генерировать тот же самый объем продаж. Например, если компания решила увеличить свои продажи менее кредитоспособным покупателям, то, вероятно, что они будут платить медленнее, чем обычные покупатели, что увеличивает инвестиции компании в дебиторскую задолженность Аналогичным образом, если правление решает повысить скорость выполнения заказов за счет увеличения объема складских запасов по некоторым товарам, то возрастут инвестиции в запасы. В обоих случаях, показатель отношения продаж к оборотному капиталу ухудшится в результате конкретных решений руководства. Альтернативным применением этого коэффициента является бюджетный процесс, поскольку планируемые

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из глав 2–8 книги *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002)

уровни оборотного капитала могут сравниваться с историческими значениями этого показателя, чтобы определить, достаточен ли планируемый уровень оборотного капитала.

Формула состоит в сравнении продаж с оборотным капиталом, представляющим собой дебиторскую задолженность плюс запасы и минус кредиторская задолженность. В этом расчете не следует использовать годовой показатель *валовых* продаж, поскольку это включило бы в цифры продаж сумму тех продаж, которые были возвращены и поэтому уже включены в цифру запасов. Формула следующая:

$$\frac{\text{Годовые продажи, нетто}}{\text{(Дебиторская задолженность + Запасы – Кредиторская задолженность)}}$$

Например, Jolt Power Supply Company решила сократить объем запасов, которые она сохраняет по некоторым из наименее заказываемых товаров, с целью повысить оборачиваемость запасов с двух до четырех раз в год. Она довольно быстро достигает своей цели в отношении запасов за счет продажи некоторых из своих запасов обратно поставщикам в обмен на кредиты под будущие закупки. Таблица 5.1 показывает некоторые ее производственные результаты за первые четыре квартала после принятия данного решения.

Дебиторская задолженность оборачивается со скоростью один раз в 30 дней, что не изменяется в анализируемый период. Запасы сократились во втором квартале и обеспечили достижение нового целевого уровня оборачиваемости запасов, в то время как кредиторская задолженность сохраняется на уровне половины выручки, что отражает типичную для продавца валовую прибыль в 50% в течение всех четырех периодов. Итоговый коэффициент показывает, что компания действительно улучшила свой показатель отношения продаж к оборотному капиталу, но ценой потери некоторых продаж тем покупателям, которые, по-видимому, обращались в компанию из-за имеющегося у нее широкого ассортимента товарных запасов.

Таблица 5.1. **Пример данных о продажах и оборотном капитале**

	1 квартал	2 квартал	3 квартал	4 квартал
Выручка	$320 000	$310 000	$290 000	$280 000
Дебиторская задолженность	107 000	103 000	97 000	93 000
Запасы	640 000	320 000	320 000	320 000
Кредиторская задолженность	53 000	52 000	48 000	47 000
Оборотный капитал, всего	694 000	371 000	369 000	366 000
Продажи отношение к оборотному капиталу	1 54	1 30	1 32	1 33

Продажи на одного занятого

Это один из наиболее внимательно отслеживаемых показателей. Он базируется на предположении, что работники составляют основу прибыльности компании, и поэтому высокие уровни эффективности в этой области непременно должны иметь результатом хорошую рентабельность. Это также стандартный критерий во многих отраслях.

Формула состоит в делении выручки за полный год на общее число эквивалентов, занятых полный рабочий день (full-time equivalents, FTEs) в компании. FTEs является комбинацией занятости на основе 40-часовой рабочей недели. Например, два служащих на полставки будут учитываться как один FTE.

Формула следующая:

$$\frac{\text{Годовая выручка}}{\text{Общее число сотрудников, работающих полный день}^*}$$

Например, менеджер по производству Twirling Washing Machine Company хочет определить продажи на одного занятого в своей компании. Компания имеет годовой оборот 4 200 000 долл. Его расчет на одного занятого следующий:

Подразделение	Число занятых
Производственный персонал	22
Производственный персонал на неполной ставке	6
Мастера	2
Вспомогательное подразделение	4
Сбыт, управление и администрация	10
Административный персонал на неполной ставке	2
Инженерное подразделение	8

Всего компания имеет 54 служащих. Однако если мы предположим, что весь персонал на неполной ставке работает половину рабочего дня, то восемь неполных ставок могут быть сокращены до четырех FTEs, что уменьшает общее число занятых до 50. Расчет дает общие продажи на одного занятого в размере 84 000 долл., т. е. годовой оборот 4 200 000 долл., деленный на 50 занятых.

Коэффициент имеющихся заказов

Этот показатель является исключительно полезным инструментом для определения способности компании сохранять текущий уровень производства. Если коэффициент быстро падает на протяжении нескольких месяцев подряд, то, вероятно, что компания вскоре столкнется с сокращением объема продаж,

---

* При расчете этого показателя два сотрудника, работающие неполный день, учитываются как один сотрудник, работающий полный день — *Прим. ред.*

а также избытком производственных мощностей и накладных расходов в соответствующих областях, а в результате — с неминуемыми убытками. Напротив, быстрый подъем коэффициента указывает, что компания не удовлетворяет спрос и вскоре может испытывать как проблемы в отношениях с клиентами из-за просроченных заказов, так и необходимость в дополнительном капитале и найме рабочей силы для увеличения производственных возможностей

Формула состоит в делении самого последнего значения имеющихся заказов на продажи В целом, лучше не использонать годовые продажи в знаменателе, поскольку они могут значительно варьироваться в течение этого периода из-за влияния сезонности. Более подходящим знаменателем являются продажи всего лишь за предыдущий квартал. Формула следующая:

$$\frac{\text{Число полученных заказов}}{\text{Продажи}}$$

Вариантом этой формулы является определение количества дней продаж, содержащихся в портфеле заказов, что достигается сравнением портфеля со среднедневным объемом продаж, который обычно имеет компания. Формула следующая:

$$\frac{\text{Весь портфель заказов}}{\text{Годовой объем продаж / 360 дней}}$$

В качестве примера, табл. 5 2 демонстрирует цифры продаж и имеющихся заказов Jabber Phone Company.

Эти цифры показывают, что продажи компании продолжают расти с течением времени, в то время как портфель заказов сокращается. Это изменение было вызвано увеличением производственных мощностей компании по сотовым телефонам. В результате компания постепенно подчищает свой портфель заказов и превращает их в продажи. Однако руководство должно осознавать, что если нынешняя тенденция сохранится, то компания, в конечном счете, выберет весь портфель и столкнется с внезапным сокращением продаж, если она значительно не увеличит сбытовые и маркетинговые усилия, чтобы восстановить портфель заказов на более высоком уровне.

Точка окупаемости

Этот показатель определяет уровень продаж, при котором компания в точности покрывает затраты. Эта цифра полезна для определения того, как много дополнительной производственной способности имеется в наличии после производства товаров, покрывающих издержки, что говорит руководству, сколько прибыли теоретически может быть заработано при максимальном использовании производственных мощностей. Он также подходит для опре-

деления изменений уровня окупаемости в результате решений о дополнительных накладных расходах (особенно, когда переменные производственные издержки заменяются фиксированными затратами, связанными с автоматизацией). Этот показатель также может быть использован для определения изменений прибыли, когда менеджеры по сбыту анализируют возможность изменения отпускных цен.

Таблица 5.2. **Пример данных о продажах и портфеле заказов**

	Январь	Февраль	Март
Переходящие 3-месячные заказы	$4 500 000	$4 750 000	$4 800 000
Портфель заказов на конец месяца	2 500 000	2 000 000	1 750 000
Отношение продаж к портфелю заказов	55 1	42 1	36 1

Формула состоит в делении нормы валовой прибыли на суммарные производственные издержки. В этот расчет нужно обязательно включить все производственные расходы помимо себестоимости проданных товаров — только экстраординарные расходы, никоим образом не связанные с текущим производственным процессом, следует исключать из этой формулы, которая имеет следующий вид:

$$\frac{\text{Общие производственные издержки}}{\text{Средняя норма валовой прибыли}}$$

Например, Reef Shark Acquisition Company рассматривает покупку компании по производству швейных ниток. Двумя важнейшими факторами для нее являются точка окупаемости приобретения и наличие каких-либо накладных расходов, которые можно устранить за счет централизации функций в ее головном офисе. Группа проверки «дью дилидженс» компании составляет таблицу данных, представленную в табл. 5.3.

Эта таблица ясно показывает, что в настоящее время покупаемая компания имеет столь высокую точку окупаемости, что по существу она не способна когда-либо стать прибыльной, поскольку уровень окупаемости является таким же, как ее максимальная производственная мощность. Однако устранение некоторых ключевых накладных расходов снижает уровень окупаемости настолько, что компания-цель сможет создавать значительную прибыль при существующем уровне продаж. Новая точка окупаемости определяется вычитанием сокращения производственных издержек в размере 750 000 долл. из существующих производственных издержек в 3 500 000 долл. и затем делением получившихся 2 750 000 долл. на норму валовой прибыли в 35%, что дает новый уровень окупаемости в размере 7 857 000 долл. Значение максимальной потенциальной прибыли в 750 050 долл. получено вычитанием

пересмотренного уровня окупаемости из максимально возможного уровня производственной мощности в 10 000 000 долл. и затем умножением результата на норму валовой прибыли.

Запас прочности

Это сумма, на которую могут сократиться продажи, прежде чем компания достигнет точки окупаемости. Этот показатель особенно полезен в ситуациях, где значительная часть продаж компании находится в зоне риска, например, когда они привязаны к контракту с одним покупателем, который может его аннулировать. Знание запаса прочности дает хорошее представление о вероятности того, что компания окажется в трудной финансовой ситуации, вызванной колебаниями продаж.

Таблица 5.3 **Пример точки окупаемости**

	До покупки
Максимальная производственная мощность	$10 000 000
Средний объем продаж в настоящее время	9 500 000
Норма валовой прибыли	35%
Суммарные производственные издержки	3 500 000
Точка окупаемости	$10 000 000
Сокращение производственных издержек	750 000
Пересмотренный уровень окупаемости	$7 857 000
Максимальная прибыль при пересмотренном уровне окупаемости	$750 050

Таблица 5.4. **Пример показателя «запас прочности»**

	До покупки грузовиков	После покупки грузовиков
Продажи	$2 300 000	$2 700 000
Норма валовой прибыли	55%	55%
Постоянные издержки	$1 000 000	$1 200 000
Точка окупаемости	$1 818 000	$2 182 000
Прибыль	$265 000	$285 000
Запас прочности	21%	19%

Формула состоит в вычитании точки окупаемости из текущего объема продаж и затем делении результата на текущий объем продаж. Чтобы вычислить точку окупаемости, надо суммарные постоянные издержки разделить на норму валовой прибыли. Эта формула может быть разделена на отдельные продуктовые линии, чтобы лучше увидеть уровни риска в рамках подразделений компании. Формула следующая:

$$\frac{\text{Текущий объем продаж} - \text{Объем продаж при текущей точке окупаемости}}{\text{Текущий объем продаж}}$$

Например, Fat Tire Publishing House рассматривает покупку нескольких грузовиков для доставки ее еженедельного журнала о горных велосипедах *Fat Tire Weekly* в новые районы распространения. Приобретение этих грузовиков добавит 200 000 долл. к производственным издержкам компании. Основная информация, относящаяся к этому решению, представлена в табл. 5.4.

Таблица показывает, что в результате покупки грузовиков запас прочности сократился с 21% до 19%. Так как ожидается рост прибыли на 20 000 долл., руководство должно сопоставить риск дополнительных затрат с выгодой возросшей прибыльности.

ПОКАЗАТЕЛИ ПРОИЗВОДСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Три показателя, рассматриваемые в этом параграфе, концентрируются на прибыли, которая получается при определенных видах затрат. Наиболее рекомендуемым показателем является норма операционной прибыли, особенно отслеживаемая в виде трендовой линии, поскольку она показывает производственные результаты до того, как добавлены какие-либо корректировки, что может исказить истинную картину основной деятельности компании.

Норма валовой прибыли

Этот показатель выявляет прибыль, полученную от операций после того, как все переменные издержки вычтены из выручки. По сути, он показывает эффективность производственного процесса относительно цен и объемов единиц продаваемых товаров.

Существует два способа измерения валовой прибыли. Наиболее распространенный подход состоит в суммировании накладных расходов, затрат на использованное сырье и прямых затрат на оплату труда, вычитании их из выручки и затем делении результата на выручку. Этот подход учитывает все затраты, которые можно обоснованно связать с производственным процессом. Формула следующая:

$$\frac{\text{Выручка} - (\text{Накладные расходы} + \text{Использованное сырье} + \text{Оплата труда})}{\text{Выручка}}$$

Проблема этого метода состоит в том, что многие производственные издержки не являются по-настоящему переменными. При гораздо более строгом определении переменных издержек в эту формулу должно включаться толь-

ко использованное сырье, поскольку это единственные затраты, которые действительно идут в ногу с изменением выручки. Все остальные производственные издержки затем перемещаются в другие производственные и административные затраты, что обычно ведет к очень высокой норме валовой прибыли. Формула следующая:

$$\frac{\text{Выручка} - \text{Использованное сырье}}{\text{Выручка}}$$

Например, Spanish Tile Company основывает свою систему отпускных цен на валовой прибыли, начисленной на ее товары — указываемые цены должны иметь валовую прибыль, по крайней мере, в 25%, чтобы покрыть административные расходы и дать умеренную прибыль. В последнее время Iberian Tile Company отбирает бизнес у Spanish Tile Company благодаря более агрессивной ценовой политике. Изучение ценообразования у конкурента показывает, что он использует альтернативную модель валовой прибыли, которая берет в расчет только затраты на использованное сырье, которые вычитаются из выручки. Это означает, что конкурент всегда в состоянии предложить более низкие цены, поскольку он не включает в свою ценовую модель прямые затраты на оплату труда и накладные расходы. Iberian Tile Company столкнется с опасностью установления чрезмерно низких цен, если будет продолжать пользоваться своей моделью валовой прибыли. Поэтому она фокусирует внимание на том, как будущие изделия повлияют на узкое звено в ее производственном процессе, каковым является обжиг керамической плитки. Если будущее изделие потребует значительного времени обжига, тогда на него будет устанавливаться гораздо более высокая цена, чем на другие изделия, которые не расходуют так много дорогостоящего ресурса. В результате этого анализа Spanish Tile Company осознает, что ее конкурент имеет более точную и агрессивную ценовую модель, что, вероятно, приведет к еще большим потерям продаж для Spanish Tile в будущем.

Норма операционной прибыли

Норма операционной прибыли показывает доход от обычных операций, исключая влияние чрезвычайных статей и другого непрофильного дохода. Использование этого показателя выявляет масштабы, в которых компания зарабатывает прибыль от обычной производственной деятельности, в противоположность продаже активов или уникальным сделкам с целью показать прибыль.

Формула состоит в вычитании себестоимости проданных товаров, а также всех реализационных, общих и административных расходов, из выручки от продаж. Чтобы получить коэффициент, который показывает исключительно производственные результаты, не забудьте исключить из расчета процентные доходы и расходы, поскольку эти статьи связаны с финансовыми решениями

компании, а не с ее производственными характеристиками. Суммы расходов, используемые в этом коэффициенте, должны исключать все чрезвычайные сделки, а также продажу активов, поскольку они не связаны с текущим производством. Формула следующая:

$$\frac{\text{Продажи} - (\text{Себестоимость проданных товаров} + \text{Реализационные, общие и административные расходы})}{\text{Продажи}}$$

Например, Swiss Mountain Chocolate Company имеет кредит от местного банка, условия которого включают оговорку, что кредит будет немедленно подлежать отзыву, если норма операционной прибыли компании упадет ниже нуля. В текущем месяце компания будет иметь операционный убыток 15 000 долл., что позволит банку отозвать кредит. Расчет, который он использует для выявления операционного убытка, показан в табл. 5.5.

Таблица 5.5. **Пример данных об операционной прибыли**

Выручка	$1 428 000
Себестоимость проданных товаров	–571 000
Валовая прибыль	857 000
Издержки производства	–849 000
Процентные расходы	–23 000
Операционная прибыль/убыток	–$15 000
Норма операционной прибыли	–1%

Поскольку в кредитном соглашении нет формулы расчета операционного убытка, финансовый директор полагает, что он не включает результаты финансовой деятельности, удаляет из расчета процентные расходы и получает операционную прибыль 8000 долл. Чтобы сохранять этику, финансовый директор также указывает точное содержание этого расчета в своем следующем отчете банку.

Норма чистой прибыли

Этот показатель используется для определения доли дохода, получаемой от всей производственной, финансовой и другой деятельности, которой компания занималась в отчетный период. Он чаще других используется в качестве критерия оценки работы компании, несмотря на то, что он не обязательно отражает ее денежные потоки, которые могут быть даже отрицательными, когда в отчете показана чистая прибыль.

Формула состоит в делении чистого дохода на выручку.

$$\frac{\text{Чистый доход}}{\text{Выручка}}$$

Если этот коэффициент отслеживается в виде трендовой линии, то может быть целесообразно устранить из расчета все чрезвычайные статьи такие, как убытки от стихийных бедствий, поскольку они не дают сравнимой информации по периодам.

Например, Quick Cuts Hair Salon является франчайзинговой фирмой, которая оплачивает первоначальные основные средства, необходимые каждому приобретателю франшизы. Это инвестиции в размере около 200 000 долл. на один парикмахерский салон. Команда менеджеров полна решимости расширять операции как можно более высокими темпами и при этом показывать приличные прибыли в отчетах. Для этого она устанавливает очень низкий лимит капитализации — всего 250 долл., таким образом, почти все, что покупается, включается в капитал. Поскольку она использует десятилетний срок амортизации для всех основных средств, это приводит к отражению на протяжении многих будущих периодов тех затрат, которые обычно были бы видны сразу, если бы использовался более высокий лимит капитализации. Производственные результаты типичного салона показаны в табл. 5.6.

Ключевой строкой в таблице являются активы стоимостью менее 1000 долл.; если бы компания установила более высокий лимит капитализации, эти издержки сразу же были бы отражены как расходы, что привело бы к операционному убытку в 27 000 долл. в расчете на салон. В результате, учетная политика компании создает ложные прибыли. Если принять во внимание высокие первоначальные затраты на создание каждого салона, то становится ясно, что эта внешне благополучная франчайзинговая компания в действительности сжигает свои денежные резервы с чудовищной скоростью.

Таблица 5.6. **Пример данных о чистой прибыли**

	В расчете на один салон
Продажи	$350 000
Заработная плата	260 000
Закупки	75 000
Активы < $1000	42 000
Чистый доход	$15 000
Норма чистого дохода	4%

ПОКАЗАТЕЛИ ДВИЖЕНИЯ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

Три измерителя, рассматриваемые в этом параграфе, фокусируются на достаточности денежных средств компании для поддержания операций. Если финансовый директор не будет уделять внимания этим показателям, то организация может вдруг обнаружить, что нуждается во внешнем финансировании. Следовательно, денежные показатели следует помещать в верхней части списка обязательных показателей для финансового директора.

Денежные поступления от основной деятельности

В рамках общепринятых правил бухгалтерского учета (GAAP) компания может довольно легко показать крупную цифру дохода даже тогда, когда ее денежные резервы иссякли. Показатель денежных поступлений от основной деятельности можно использовать для определения тех масштабов, в которых денежные средства отличаются от отчетного уровня дохода от основной деятельности или от чистого дохода. Любое существенное отклонение коэффициента от единицы указывает на значительные неденежные расходы или продажи в отчетных цифрах дохода. Если показатель значительно ниже единицы, то вероятны проблемы с наличностью.

Формула может быть двух видов. Первый состоит в делении денежных поступлений от основной деятельности на доход от основной деятельности, а второй — в делении денежных поступлений от всех видов деятельности (включая чрезвычайные статьи) на чистый доход. Первый формат дает более точное представление о доле денежных средств, получаемой от текущей производственной деятельности, а второй вариант показывает влияние сделок, не связанных с основной деятельностью. Обе формулы представлены ниже:

$$\frac{\text{Доход от основной деятельности} + \text{Неденежные расходы} - \text{Неденежные продажи}}{\text{Доход от основной деятельности}}$$

$$\frac{\text{Чистый доход} + \text{Неденежные расходы} - \text{Неденежные продажи}}{\text{Чистый доход}}$$

Например, Bargain Basement Insurance Company (BBIC) спешно открывает новые отделения, стремясь захватить выгодные места, прежде чем их приберет к рукам ее главный конкурент, Super Low Premiums, Inc. Компания отчитывается о чистом доходе в 20% от операций, что считается приемлемым показателем в страховом бизнесе. Однако она не может понять, почему ее банк постоянно отказывается предоставить дополнительные кредиты для финансирования текущих производственных нужд. Банк озабочен показателем денежных поступлений от основной деятельности BBIC. Соответствующие планы компании показаны в табл. 5.7.

Таблица вскрывает ключевую проблему BBIC, состоящую в том, что в некоторых случаях компания учитывает страхование как выручку до поступления денег от застрахованных. В результате, ее быстрый рост обеспечивает лишь небольшой положительный денежный поток, что выражается в слабом показателе денежных поступлений от основной деятельности в 20%. Банк справедливо считает, что этот показатель, вероятно, указывает на будущую неспособность BBIC погашать кредит, и поэтому отказывается выдать его.

Таблица 5.7. **Пример данных о денежном потоке от основной деятельности**

	Текущий год	Следующий год	Очередной год
Продажи	$5 000 000	$10 000 000	$15 000 000
Чистый доход	1 000 000	2 000 000	3 000 000
Учет выручки от будущих страховых взносов	800 000	1 600 000	2 400 000
Годовой денежный поток	200 000	400 000	600 000
Показатель денежных поступлений от основной деятельности	20%	20%	20%

Денежная рентабельность активов

Этот показатель используется для определения суммы денежных средств, которую компания создает относительно уровня своих активов. Он может использоваться как заменитель популярного показателя рентабельности активов, поскольку цифры чистого дохода, используемые при расчете рентабельности активов, являются объектом значительных манипуляций за счет включения неденежных бухгалтерских статей.

Формула состоит в сложении чистого дохода и всех неденежных расходов, таких как амортизация. Затем из этой суммы вычитают все неденежные продажи, например, выручку, которая была учтена, хотя счет не выставлен. После этого результат делят на *чистую* стоимость всех активов; в нее следует включать дебиторскую задолженность за вычетом резервов по просроченным долгам, запасы без резервов на старение и основные средства за вычетом амортизации. Формула следующая:

$$\frac{\text{Чистый доход} + \text{Неденежные расходы} - \text{Неденежные продажи}}{\text{Суммарные активы}}$$

Например, финансовый контролер Glowering Taillight Company, занимающейся комиссионной продажей задних фонарей автомобилей 1950-х годов, в течение нескольких лет говорил своему финансовому директору, что ком-

пания имеет безупречную рентабельность активов. Последний захотел проверить это и сравнил этот показатель с денежной рентабельностью активов. Он собрал информацию, показанную в табл. 5.8.

Таблица 5.8. **Пример данных о денежной рентабельности активов**

	Рентабельность активов	Денежная рентабельность активов
Чистый доход	$1 000 000	$1 000 000
Амортизация		+$105 000
Прирост инвестиций в пенсионный фонд		–$45 000
Неоплаченные покупателями счета		–$132 000
Счета в стадии оплаты		–$154 000
Суммарные активы	$3 250 000	$3 250 000
Показатель	30,8%	23,8%

Цифра рентабельности активов, приведенная в нижней части таблицы, получена путем деления чистого дохода в 1 000 000 долл. на суммарные активы в размере 3 250 000 долл. Чтобы получить денежную рентабельность активов, финансовый директор должен добавить неденежные амортизационные расходы и затем вычесть ряд неденежных бухгалтерских статей, которые искусственно увеличили уровень выручки. Результат следующий:

$$\frac{\text{1 000 000 долл чистого дохода + 105 000 долл. неденежных расходов – 331 000 долл. неденежных продаж}}{\text{3 250 000 долл. суммарных активов}} =$$

$$= \frac{\text{774 000 долл. денежного потока}}{\text{3 250 000 долл. суммарных активов}} =$$

= 23,8% денежной рентабельности активов.

Хотя показатель денежной рентабельности активов вполне приемлем, он значительно ниже отчетной рентабельности активов.

Отношение денежных средств к оборотному капиталу

Этот показатель полезен для определения доли оборотного капитала, состоящей из денежной наличности или высоко ликвидных инвестиций. Если он низкий, то это указывает на то, что компания может иметь проблемы с выполнением своих краткосрочных обязательств, вследствие потенциального недостатка

денежных средств. Если это так, то следующей формулой, которую следует рассчитать, является количество дней покрытия расходов (см. выше в данной главе), чтобы определить, сколько в точности дней производственной деятельности может быть обеспечено при существующем уровне денежных средств.

Формула состоит в суммировании текущего остатка наличности, а также любых ликвидных активов, которые могут быть реализованы в короткие сроки, и делении этого на оборотные активы за вычетом текущей задолженности. Ключевым вопросом является то, какие инвестиции включать в показатель, так как предполагается, что он является измерителем краткосрочной денежной наличности, то любые инвестиции, которые не могут быть реализованы в пределах одного месяца, следует исключать из расчета. Формула следующая:

$$\frac{\text{Денежные средства + Ценные бумаги, ликвидные в краткосрочном плане}}{\text{Оборотные активы – Текущая задолженность}}$$

Например, Arbor Valley Tree Company имеет крупные запасы рассады кустарников и деревьев в горшках, которые составляют значительную часть ее общих запасов и учтены как часть оборотных активов. Однако они оборачиваются всего три раза в год, что не делает их достаточно ликвидными в плане создания краткосрочной денежной наличности. Финансовый директор хочет узнать, какая часть текущей ликвидности действительно представлена деньгами или денежными эквивалентами, поскольку большая часть оборотного капитала, по-видимому, тяготеет к этим медленно оборачивающимся запасам. Он располагает информацией, показанной в табл. 5.9.

Таблица 5.9. **Пример данных об отношении денежных средств к оборотному капиталу**

Тип средств	Сумма	Ликвидность
Денежные средства	$55 000	Мгновенная
Инструменты денежного рынка	180 000	Следующий день
Кредит служащему	200 000	Возврат через 90 дней
Дебиторская задолженность	450 000	45 дней
Запасы	850 000	Оборот раз в 4 месяца
Текущая задолженность	450 000	Погашение через 30 дней

Исходя из этой информации, она рассчитывает отношение денежных средств к оборотному капиталу:

$$\frac{\text{Денежные средства + Ценные бумаги, ликвидные в краткосрочном плане}}{\text{Оборотные активы – Текущая задолженность}} =$$

$$= \frac{\$55\,000 + \$180\,000}{(\$55\,000 + \$180\,000 + \$200\,000 + \$450\,000 + \$850\,000) - (\$450\,000)} =$$

$$= \frac{\$235\,000}{\$1\,285\,000} = \underline{18{,}3\%}$$

Она не включает кредит, выданный служащему компании, поскольку он будет возвращен через 90 дней. Это почти наполовину, до 18,3%, сокращает показатель, предупреждающий, что компании следует быть крайне осторожной в использовании денежных средств до тех пор, пока не будет получена часть дебиторской задолженности или реализованы товарные запасы

ПОКАЗАТЕЛИ ЛИКВИДНОСТИ

Четыре показателя, рассматриваемые в этом разделе, являются критически важными для краткосрочной отчетности финансового директора по ликвидности активов. Количество дней дебиторской задолженности, несомненно, следует анализировать не реже раза в неделю, чтобы убедиться, что кредитование и взыскание долгов осуществляются надлежащим образом, а оборот запасов заслуживает ежемесячного анализа, желательно в виде трендовой линии, чтобы сделать вывод о том, что компания не инвестирует чересчур много в свои наличные запасы. Аналогичным образом, еженедельный анализ количества дней кредиторской задолженности будет информировать финансового директора о том, оплачиваются счета слишком рано или слишком поздно. Показатель мгновенной ликвидности более полезен для обобщающего анализа трех других измерителей ликвидности, которые являются его ключевыми компонентами.

Средний период погашения дебиторской задолженности

Скорость, с которой компания может получать платежи клиентов по остаткам имеющейся дебиторской задолженности является критически важной для сокращения потребности в деньгах. Очень короткий период взыскания дебиторской задолженности указывает на то, что функции кредитования и взыскания в компании работают очень хорошо в плане избежания потенциально проблемных клиентов и получения просроченных платежей. Этот показатель особенно полезен, когда сравнивается со стандартным числом дней кредита, предоставленного покупателям. Например, если средний период погашения составляет 60 дней, а число дней кредита 30, то покупатели слишком затягивают оплату счетов. Признаком хорошей работы является ситуация, когда средний период погашения дебиторской задолженности всего на несколько дней превышает стандартное число дней кредита.

Формула состоит в делении средней дебиторской задолженности на частное от деления годовой реализации в кредит на 365 дней. Формула следующая:

$$\frac{\text{Средняя дебиторская задолженность}}{\text{Годовые продажи / 365}}$$

Например, финансовый директор Flexo Paneling Company, производитель модульного офисного оборудования, хочет определить период получения компанией дебиторской задолженности. В отчетном периоде в июне входящий остаток дебиторской задолженности составил 318 000 долл., и исходящий — 383 000 долл. Продажи за май и июнь составили в сумме 625 000 долл. Исходя из этих данных, финансовый директор рассчитывает средний период погашения дебиторской задолженности следующим образом:

$$\frac{\text{(318 000 долл входящей дебиторской задолженности – 383 000 долл исходящей дебиторской задолженности) / 2}}{\text{(625 000 долл} \times 6) / 365} =$$

$$= \frac{\text{350 500 долл средней дебиторской задолженности}}{\text{10 274 долл продаж в день}} = \underline{34{,}1} \text{ дня}$$

Заметьте, что финансовый директор получил цифру годовых продаж в знаменателе, умножив двухмесячный период продаж в мае — июне на шесть. Учитывая, что компания имеет установленный период оплаты 30 дней после выставления счета, период получения дебиторской задолженности в 34,1 дня выглядит приемлемым.

Оборачиваемость запасов

Запасы нередко являются крупнейшим компонентом оборотного капитала компании; в таких ситуациях, если запасы не используются в производстве с достаточной скоростью, значит компания инвестировала значительную часть своих денег в актив, который трудно будет продать в короткие сроки. Поэтому внимательное отслеживание скорости оборота запасов является важной задачей руководства. Данный параграф описывает несколько вариантов показателя оборачиваемости запасов, которые можно комбинировать для того, чтобы получить самую полную отчетность об обороте для руководства компании. Во всех случаях эти измерители следует отслеживать в виде трендовой линии, чтобы увидеть, нет ли постепенного снижения скорости оборота, что может указывать руководству на необходимость корректирующих мер, призванных устранить чрезмерные объемы запасов.

Простейший расчет оборота состоит в делении годовой себестоимости реализованных товаров на запасы в конце периода. Можно также использовать среднюю цифру запасов в знаменателе, что нивелирует резкие изменения в уровне запасов, которые вероятно произойдут в конечную дату любого указанного периода. Формула следующая:

$$\frac{\text{Себестоимость реализованных товаров}}{\text{Запасы}}$$

Вариантом этой формулы является деление на нее 365 дней, что дает количество дней запасов в наличии. Это может быть более понятным для начинающих; например, 43 дня запасов яснее, чем 8,5 оборота запасов, хотя они показывают одну и ту же ситуацию. Формула следующая:

$$365 / \frac{\text{Себестоимость реализованных товаров}}{\text{Запасы}}$$

Например, Rotary Mower Company, производитель единственной газонокосилки, приводимой в движение роторным двигателем Ванкеля, проводит свой ежегодный анализ запасов правлением. Финансовый директор имеет информацию, показанную в табл. 5.10.

Таблица 5.10. **Пример данных об оборачиваемости запасов**

Статья балансового отчета	Сумма
Себестоимость реализованных товаров	$4 075 000
Прямые затраты сырья	$1 550 000
Запасы сырья	$388 000
Общие запасы	$815 000

Чтобы рассчитать общий оборот запасов, финансовый директор делает следующее вычисление:

$$\frac{\text{4 075 000 долл себестоимости проданных товаров}}{\text{815 000 долл. запасов}} = \underline{5} \text{ оборотов в год.}$$

Чтобы определить число дней запасов, финансовый директор делит 365 дней на число оборотов в год:

$$365 / \frac{\text{4 075 000 долл. себестоимости проданных товаров}}{\text{815 000 долл. запасов}} =$$

$$= \underline{73} \text{ дня запасов.}$$

Период погашения кредиторской задолженности

Расчет количества дней кредиторской задолженности дает внешнему наблюдателю неплохое представление о способности компании вовремя оплачивать свои счета. Если период кредиторской задолженности непомерно продолжителен, то это, вероятно, знак того, что компания не имеет достаточных денежных поступлений для оплаты своих счетов и вскоре может оказаться не у дел. Напротив, небольшой период кредиторской задолженности указывает, что компания либо использует выгоды скидок за раннюю оплату, либо просто оплачивает свои счета раньше, чем должна.

Формула состоит в делении исходящего остатка кредиторской задолженности на частное от деления всех годовых закупок на 360 дней. Альтернативным подходом является использование *средней* кредиторской задолженности за отчетный период, поскольку исходящая цифра может быть несоразмерно высокой или низкой. Сумму закупок следует брать из всех затрат в течение года, за вычетом оплаты труда; последняя не включается, потому что не является частью кредиторской задолженности, указанной в числителе. Кроме того, износ и амортизацию следует исключать из цифры закупок, поскольку они не содержат денежных платежей. Формула следующая:

$$\frac{\text{Кредиторская задолженность}}{\text{Закупки} / 360}$$

Например, Drain-Away Toilet Company имеет входящую кредиторскую задолженность в размере 145 000 долл. и исходящую кредиторскую задолженность 157 000 долл. В годовом выражении, ее общие расходы составили 2 400 000 долл., из которых 600 000 долл. приходится на оплату труда и 50 000 долл. на амортизацию. Чтобы определить количество дней кредиторской задолженности, мы вставляем эти цифры в следующую формулу:

$$\frac{\text{(Входящая кредиторская задолженность + Исходящая кредиторская задолженность)} / 2}{\text{(Суммарные расходы – Оплата труда – Амортизация)} / 360} =$$

$$= \frac{\text{(145 000 долл. входящей кредиторки + 157 000 долл. исходящей кредиторки)} / 2}{\text{(2 400 000 долл. суммарных расходов – 600 000 долл. на оплату труда – 50 000 долл. амортизации)} / 360} =$$

$$= \frac{\text{157 000 долл средней кредиторской задолженности}}{\text{1 750 000 долл. закупок} / 360} = \underline{31} \text{ день.}$$

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ

Два способа измерений, рассматриваемые в этом разделе, касаются способности фирмы выплачивать свои долги. Это относится не только к ситуации крупной задолженности, но и к возможным ситуациям, когда финансовый директор должен моделировать уровень платежеспособности корпорации, который будет результатом какой-либо крупной финансовой деятельности, например, поглощения, оплаченного при помощи долга.

Коэффициент покрытия процентов

Этот показатель раскрывает величину денежных средств, остающихся в распоряжении компании после того, как она произвела процентные платежи. Если этот коэффициент близок к единице, то компания сталкивается с высоким риском дефолта по своему долгу, в то время как более высокие значения коэффициента показывают, что она работает с достаточной суммой дополнительных денежных средств, которые могут самортизировать возможные перебои в бизнесе.

Формула состоит в делении среднего денежного потока на средние процентные расходы. Денежный поток — это чистый доход компании, к которому обратно добавлены все неденежные расходы (такие, как износ и амортизация). Этот показатель следует отслеживать ежемесячно, а не раз в год, поскольку краткосрочные изменения в сумме имеющегося долга или полученного денежного потока могут оказывать на него внезапное и резкое влияние. Формула следующая:

$$\frac{\text{Средний денежный поток}}{\text{Средние процентные расходы}}$$

Например, Caution Bankers Corporation (CBC) изучает возможность предоставления кредита Grasp & Sons Door Handle Corporation (GSR). В табл. 5.12 она собирает данные за последние несколько месяцев деятельности GSR.

Таблица 5.12. **Пример данных о покрытии процентов**

	Январь	Февраль	Март
Процентные расходы	$45 000	$43 000	$41 000
Чистый доход	83 500	65 000	47 000
Износ	17 000	17 250	17 500
Амортизация	2500	2500	2500
Чистый денежный поток	103 000	84 750	67 000
Коэффициент покрытия процентов	2,3	2,0	1,6

Таблица показывает, что хотя процентные расходы GSR сокращаются, ее денежный поток уменьшается настолько быстро, что компания вскоре будет иметь трудности с погашением ее обязательств по выплате процентов. Аналитик CBC предлагает повременить с предоставлением этой компании какого-либо дополнительного кредита.

Коэффициент покрытия долга

Ключевой проблемой платежеспособности является способность компании выплачивать свой долг. Это может быть измерено коэффициентом покрытия долга, который сравнивает отчетную прибыль с суммой запланированных после выплаты налогов платежей процентов и основного долга, чтобы увидеть, имеется ли в наличии достаточно дохода для покрытия этих платежей. Если коэффициент ниже единицы, это указывает на то, что компания, вероятно, будет неспособна производить свои долговые платежи. Этот показатель особенно интересен для кредиторов, которые хотели бы возвратить предоставленные ими кредиты.

Формула состоит в делении запланированной суммы выплат основного долга на величину, обратную ставке корпоративного налога. Это дает сумму прибыли после налогообложения, необходимую компании для выплаты основного долга. Затем добавляют предстоящие процентные платежи и делят на эту сумму величину чистой прибыли до выплаты процентов и налогов. Альтернативным вариантом числителя является прибыль до выплаты процентов, налогов, износа и амортизации, поскольку это дает более точное представление об имеющемся денежном потоке. Формула следующая:

$$\frac{\text{Прибыль до выплаты процентов и налогов}}{\text{Проценты} + \dfrac{\text{Запланированные платежи основного долга}}{(1 - \text{Ставка налога})}}$$

Например, финансовый директор Egyptian Antiques Company хочет быть уверенным, что прибыль будет достаточной для погашения предстоящих долговых обязательств, прежде чем реализовывать предложение владельца компании о выплате премий к Рождеству. Ожидаемый доход от операций за год, до вычета премий, составляет 135 000 долл. Ожидается, что процентные расходы составят 18 500 долл. Ставка налога 34%. Предстоящие платежи основного долга равны 59 000 долл. Финансовый директор использует следующий расчет покрытия долга, чтобы посмотреть, можно ли в этих условиях выдать рождественские премии:

$$\frac{\text{135 000 долл. операционного дохода}}{\text{18 500 долл. процентов} + \dfrac{\text{59 000 долл. платежей основного долга}}{\text{(1 – 34\% ставка налога)}}} =$$

$$= \frac{\text{135 000 долл. операционного дохода}}{\text{107 000 долл. долговых платежей}} = 125\% \text{ коэффициент покрытия долга}$$

Этот коэффициент показывает, что для выплаты рождественских премий денег будет достаточно, поскольку доход от операций превышает сумму запланированных долговых платежей.

ПОКАЗАТЕЛИ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ

Инвесторы хотят знать, какую отдачу они получают от своих инвестиций в компанию, и финансовый директор должен быть готов дать им ответ. Этот раздел содержит четыре показателя, которые решают один и тот же вопрос разными способами. Рентабельность активов, а также рентабельность собственного капитала, являются двумя наиболее широко используемыми показателями рентабельности инвестиций, каждый из которых финансовый директор должен знать очень хорошо. Показатель добавленной экономической стоимости является относительно недавней попыткой определения стоимости, добавленной компанией к имеющимся активам, а коэффициент дивидендных выплат отвечает нуждам тех инвесторов, которых интересует только сумма наличных, выплаченных компанией непосредственно им.

Рентабельность активов

Инвесторы считают компанию эффективной, если она может создавать адекватную прибыль, используя для этого минимальную сумму активов. Это также освобождает инвесторов от необходимости вкладывать в компанию дополнительные деньги и позволяет ей направлять избыток денежных средств на инвестиции в новые проекты. Поэтому показатель рентабельности активов считается важнейшим для определения общего уровня производственной эффективности компании.

Формула состоит в делении чистой прибыли на суммарные активы. Хотя величина активов иногда ограничивается всего лишь основными средствами, она должна включать дебиторскую задолженность и запасы, поскольку обе эти области могут быть крупными потребителями денежных средств. Сумма основных средств, внесенная в знаменатель, не включает амортизацию; она может быть представлена и валовой величиной до тех пор, пока методика

расчета этой величины неизменно используется на протяжении многих периодов, обеспечивая, таким образом, сопоставимость долгосрочной отчетности. Формула следующая:

$$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Суммарные активы}}$$

Например, мистер Уилстон является новым финансовым директором Southern Sheet Metal, компании по штамповке металла Он приобрел эту компанию за 3 млн долл. и хочет вернуть как можно больше этих средств путем повышения рентабельности активов компании. Он составляет таблицу данных о доходе и активах компании, показанную в табл 5.13

Таблица 5.13. **Пример данных о рентабельности активов**

	Результаты на конец года	**Дней в наличии**
Продажи	$3 070 000	
Чистая прибыль	215 000	—
Дебиторская задолженность	512 000	60
Запасы	461 000	90
Основные средства	1 950 000	—
Суммарные активы	$2 923 000	—

Исходя из этой таблицы, расчет следующий:

$$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Суммарные активы}} = \frac{\$215\,000}{\$2\,923\,000} = 7{,}4\%$$

М-р Уилстон не уверен, какие из основных средств можно безболезненно убрать, сохраняя при этом производительность. Однако он вполне уверен, что количество дней кредиторской задолженности и запасов, как показано в таблице, является чересчур большим. Поэтому он улучшает работу по взысканию долгов и скидки за раннюю оплату и за счет этого сокращает остаток имеющейся кредиторской задолженности с 60 до 45 дней, уменьшая данный актив до 384 000 долл. Он также устанавливает более совершенную систему управления запасами, сокращая остаток наличных запасов с 90 до 60 дней, а сам актив до 309 000 долл. За счет этих мер он устраняет до 280 000 долл. активов, которые он может вывести из бизнеса. Он также улучшил рентабельность активов до 8,1%, которая получена следующим образом:

$$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Суммарные активы}} = \frac{\$215\,000}{(\$2\,923\,000 - \$280\,000)} = 8{,}1\%.$$

Рентабельность собственного капитала

Этот показатель используется для определения доходности, которую получают инвесторы от своих инвестиции в компанию. Способ измерения может вводить в заблуждение, поскольку команда менеджеров, которая стремится повысить рентабельность капитала компании, может легко сделать это, взяв новые кредиты и использовав эти средства для выкупа акций. Хотя величина собственного капитала за счет этого сокращается, что делает показатель более привлекательным, это также означает, что компания имеет обязательства по погашению долга и связанных с ним процентов Излишне рьяное использование этого приема может привести к столь крупному долгу, что небольшое сокращение продаж не позволит компании выплатить долг, и это может закончиться банкротством.

Формула состоит в делении чистои прибыли на суммарный капитал. Чтобы получить лучшее представление о способности компании подучать прибыль прежде всего от основнои деятельности, показатель можно представить в виде чистой прибыли *от операций*, деленной на суммарный капитал Основная формула следующая:

$$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Суммарный капитал}}$$

Например, бонус м-ра Фандс, финансового директора Lounger Chairs Furniture Company, зависит главным образом от его способности повысить рентабельность капитала для акционеров. На балансе имеется 1 000 000 долл. собственного капитала, из которых 400 000 долл. находятся в мажоритарном владении, а остальные 600 000 долл. принадлежат разным мелким инвесторам. Он предполагает, что может выкупить у мелких инвесторов акции, стоимостью 300 000 долл., получив кредит со ставкой 8% после уплаты налогов. Он собирает информацию в табл. 5.14, чтобы посмотреть, имеет ли данная уловка смысл.

Таблица 5.14. **Пример данных о рентабельности капитала**

	До выкупа акций	После выкупа акций
Продажи	$5 000 000	$5 000 000
Расходы	4 850 000	4 850 000
Процентные расходы по долгу	—	24 000
Прибыль	150 000	126 000
Капитал	1 000 000	700 000
Рентабельность капитала	15%	18%

Стратегия кажется неплохой. Хотя процентные расходы по долгу увеличат расходы, но величина собственного капитала сократится настолько, что рентабельность капитала повысится на три процента. Однако прежде чем реализовывать эту стратегию, финансовому директору следует проанализировать способность компании создавать достаточный денежный поток для погашения или, по крайней мере, сохранения уровня долга.

Добавленная экономическая стоимость (Economic Value Added)

Добавленная экономическая стоимость показывает добавочную норму прибыли сверх общей стоимости капитала фирмы. Говоря по-другому, это добавочная стоимость, созданная на первоначальную инвестицию. Это *не* просто разность между процентным показателем стоимости капитала фирмы и ее фактической рентабельностью, поскольку данный показатель призван давать *долларовый* прирост стоимости. Если он негативный, то компания не создает прибыль, превышающую ее стоимость капитала. Исключительно важно разложить этот способ измерения на составляющие, чтобы определить, какие части компании препятствуют достижению показателем максимально возможного значения.

Добавленная экономическая стоимость стала самым модным инструментом для определения способности компании создавать надлежащую рентабельность, отчасти благодаря усилиям нескольких консультационных фирм, специализирующихся на установке систем, основанных на этом показателе. Некоторые исследования показали, что положительное значение показателя добавленной экономической стоимости тесно коррелирует с рыночной ценой акций компании, и поэтому может стать краеугольным камнем в усилиях компании по повышению ее рыночной капитализации. Она может быть также связана с системой оплаты труда в компании, когда менеджерам платят (или не платят), исходя из их способности объединять эффективное использование активов с прибыльными производственными результатами.

Формула состоит в умножении чистых инвестиций на разность между фактической рентабельностью активов и процентным показателем стоимости капитала. Тремя элементами расчета являются:

1. *Чистые инвестиции.* Величина чистых инвестиций, используемая в этой формуле, является объектом значительных поправок. В ее наиболее ограничительной форме можно использовать чистую оценку всех основных средств. Однако некоторые активы могут подлежать ускоренной амортизации, что значительно сокращает величину инвестиций, используемую в расчете; более правильным подходом является использование прямолинейного метода амортизации для всех активов, когда разные виды активов различаются только *периодом* амортизации. Вариантом такого подхода является также обратное включение в

чистые инвестиции затрат на исследования и разработки, а также на обучение персонала, на том основании, что эти расходы делаются с целью повышения стоимости компании в долгосрочном плане. Кроме того, если активы взяты в аренду, а не находятся в собственности, они должны постатейно учитываться как активы по их справедливой рыночной стоимости и включаться в сумму чистых инвестиций, так что менеджеры не могут использовать трюки с финансированием для повышения своих показателей рентабельности инвестиций.

2. *Фактическая рентабельность инвестиций.* При расчете рентабельности инвестиций затраты на исследования и разработки, а также обучение персонала, следует переводить из операционных расходов в чистые инвестиции (как отмечено в предыдущем пункте). Кроме того, любые необычные корректировки чистого дохода, которые не связаны с текущими операциями, должны быть устранены. Результатом является величина дохода, относящаяся только к тем издержкам, которые можно обоснованно списать на расходы текущего периода.
3. *Стоимость капитала.* Формулировка стоимости капитала является сложной; чтобы не повторять то, что изложено в другом месте, см. гл. 9 «Стоимость капитала».

Формула следующая:

(Чистые инвестиции) × (Фактическая рентабельность инвестиций – – Процентная величина стоимости капитала).

Например, финансовый директор Miraflores Manufacturing Company хочет посмотреть, имеет ли компания положительную добавленную экономическую стоимость. Исходя из своего расчета имеющегося долга, привилегированных акций и обыкновенных акций, показанного в табл. 5.15, она оценивает, что стоимость капитала фирмы составляет 13,7%.

Затем она берет балансовый отчет и отчет о прибылях и убытках и перераспределяет некоторые статьи в них, как показано в табл. 5.16. Таким образом, некоторые статьи, которые обычно не включаются по правилам GAAP, переводятся в категорию инвестиций.

Таблица 5.15. **Пример данных о стоимости капитала**

Тип финансирования	Сумма финансирования	Стоимость финансирования
Долг	$2 500 000	8,5%
Привилегированные акции	$4 250 000	12,5%
Обыкновенные акции	$8 000 000	16,0%
Итого	$14 750 000	**13,7%**

Таблица 5.16. **Пример данных о чистых инвестициях**

Статья отчета	Сумма	Чистые инвестиции
Выручка	$8 250 000	
Себестоимость проданных товаров	5 950 000	
Общие и административные расходы	825 000	
Отдел продаж	675 000	
Учебный центр		$100 000
Исследования и разработки		585 000
Отдел маркетинга	380 000	
Чистый доход	**$420 000**	
Основные средства		2 080 000
Стоимость патентной защиты		125 000
Стоимость защиты торговых марок		225 000
Итого чистых инвестиций		**$3 115 000**

Рентабельность инвестиций, рассчитанная на основе цифр чистого дохода и инвестиций в предыдущей таблице, составляет 13,5% (чистый доход, деленный на суммарные чистые инвестиции). Используя эту информацию, она производит следующие вычисления, чтобы определить величину добавленной экономической стоимости:

(Чистые инвестиции) × (Фактическая рентабельность активов – Процентная величина стоимости капитала) =

= (3 115 000 долл. чистых инвестиций) × (13,5% фактическая рентабельность – – 13,7% стоимость капитала) =

= 3 115 000 долл. чистых инвестиций × –0,2% =

= – 6230 долл добавленной экономической стоимости

Короче, компания разрушает свою капитальную базу, имея фактическую рентабельность, которая чуть ниже ее стоимости капитала.

Коэффициент дивидендных выплат

Коэффициент дивидендных выплат говорит инвестору о том, какая часть доходов выплачивается в форме дивидендов. Это особенно важно, когда коэффициент больше единицы, поскольку это указывает, что компания залезает в свои денежные резервы, чтобы выплатить дивиденды, и это не является здоровой тенденцией. Напротив, если в качестве дивидендов выплачивается лишь небольшая доля доходов, то можно предположить, что остальные деньги закачиваются обратно в производство, что должно при-

вести к росту цены акций. Если цена акций застойна или понижается, то инвесторы испытывают обоснованную тревогу относительно надлежащего использования корпоративных доходов.

Формула состоит в делении дивиденда на одну акцию на прибыль в расчете на одну акцию (earnings per share, EPS). В последнюю цифру допустимо включать денежный поток от неоперационных статей, поскольку они будут влиять на сумму денежных средств, имеющихся в наличии для выплаты дивидендов. Однако, если неоперационные статьи, не оказывающие непосредственного денежного влияния, такие как резервы на реструктурирование, включены в величину прибыли на акцию, то их следует удалить; такие статьи не отражают должным образом способность компании выплачивать дивиденды Кроме того, возможно будет необходимо включить в величину прибыли на акцию ожидаемые капитальные затраты, если предполагается, что они потребуют значительной доли денежных средств, обеспечиваемых доходами. Формула следующая.

$$\frac{\text{Дивиденд на акцию}}{\text{Прибыль на акцию}}$$

Например, м-р Джонс инвестировал большую часть своих сбережений в акции Illinois Gas Distribution Company, оператора национальной газопроводной сети. Он хочет посмотреть, может ли компания продолжать выплачивать полугодовой дивиденд в 4,00 долл. на акцию, исходя из последнего отчета о доходах. Отчет содержит информацию, показанную в табл. 5.17.

Таблица 5.17. **Пример данных о выплате дивиденда**

Чистый доход	15 430 000
Амортизация деловой репутации (goodwill)	7 000 000
Износ	3 500 000
Капитальные расходы	3 750 000
Резервы на реструктурирование	4 000 000
Число акций в обращении	5 450 000

М-р Джонс корректирует 15 430 000 долларов, добавляя обратно 7 000 000 долл. амортизации «гудвил», износ в 3 500 000 долл. и резервы на реструктурирование в 4 000 000 долл., поскольку ни одна из этих статей не предполагает денежных потоков. Хотя резервы на реструктурирование могут потребовать денежных трат в какой-то момент в будущем. Он также добавляет назад 3 750 000 долл. капитальных расходов. После всех этих корректировок чистый доход составил 34 180 000 долл. Затем он рассчитывает коэффициент дивидендных выплат, используя следующую формулу:

$$\frac{\text{Дивиденд на акцию}}{\text{Прибыль на акцию}} =$$

$$= \frac{\text{4,00 долл дивиденда на акцию}}{\text{34 180 000 долл скорректированного чистого дохода / 5 450 000 акций}} =$$

= 64% коэффициент дивидендных выплат

Этот коэффициент показывает, что компания в состоянии платить дивиденды из ее прибыли на акцию. Однако почти все средства, получаемые за счет доходов, выплачиваются акционерам. В результате может существовать некоторая опасность сокращения дивидендов в будущем, если уровень прибыли компании немного упадет или ей потребуется использовать свои доходы для финансирования повышения ее темпов роста.

РЫНОЧНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Финансовый директор публичной компании должен ежедневно следить за ключевыми рыночными показателями деятельности организации, чтобы отвечать на звонки аналитиков, интересующихся ими. Отношение продаж к цене акций показывает ожидания инвесторов относительно способности организации увеличить объем продаж, а отношение «цена/прибыль» показывает те же ожидания инвесторов относительно корпоративных прибылей.

Отношение продаж к цене акций

Этот коэффициент указывает на мнение инвесторов относительно способности компании увеличить объем ее продаж. Если продажи возрастают и это не сопровождается изменением цены акций, то темп роста продаж находится в пределах ожиданий инвесторов. Если цена акций растет, тогда продажи превысили их ожидания; снижение цены акций свидетельствует об уровнях продаж, которые не соответствуют их ожиданиям.

Формула состоит в делении годового объема чистых продаж на среднюю цену обыкновенных акций за отчетный период. Величина годового объема чистых продаж, используемая в этой формуле, должна быть цифрой ожидаемых продаж в текущем отчетном году. Она представляет ожидаемую цифру продаж, которую руководство компании объявило инвесторам, и является величиной, на которой они основывают свои решения о покупке или удержании акций. Среднюю цену обыкновенных акций следует использовать вместо цены акций на конец периода, поскольку это устраняет некоторые колебания цены.

$$\frac{\text{Годовые чистые продажи}}{\text{Средняя цена обыкновенных акций}}$$

Например, финансовый директор Gonging Clock Company получил компенсационный пакет акций, который щедро вознаградит его, если он сможет удвоить цену акций в течение года. Он решает делать это, концентрируясь исключительно на увеличении продаж. Часы «с кукушкой», которые производит компания, продаются главным образом в рождественский сезон продаж. Чтобы увеличить продажи, он разрешает покупателям платить за их часы в течение 180 дней, вместо обычных 30 дней, и, кроме того, предлагает скидки за крупные покупки. В результате компания испытывает значительный рост продаж, инвесторы поднимают цену акций, и финансовый директор уходит на пенсию с крупной премией от акций. К сожалению, действия финансового директора столь плотно забили этим товаром каналы распределения компании, что объем ее продаж в следующем году опустился до менее четверти уровня продаж предыдущего года. Совет директоров извлек урок из этого опыта и в дальнейшем пересмотрел стимулирующие планы для управляющих верхнего звена, нацелив их на более долгосрочные ценности.

Отношение «цена/прибыль»

Сравнивая прибыль с текущей рыночной ценой акций, можно получить общее представление о восприятии инвесторами уровня корпоративных доходов. Например, если этот коэффициент значительно ниже среднего по отрасли, это может указывать на ожидания среди инвесторов, что будущие доходы компании будут иметь тенденцию к снижению. Напротив, высокий коэффициент может указывать на энтузиазм инвесторов относительно нового патента, который только что получила компания, или ожидаемого благоприятного исхода судебного процесса, т. е. возможных объяснений может быть множество. Ключевым моментом при использовании этого показателя является то, что значение, которое отклоняется от среднеотраслевого, вероятно, указывает на изменение настроений инвесторов в отношении данной компании, в отличие от остальной части отрасли, в том, что касается ее способности продолжать зарабатывать прибыль.

Формула предусматривает деление средней цены обыкновенных акций на чистую прибыль на одну акцию. Величина чистой прибыли на одну акцию обычно рассчитывается на полностью «разводненной» основе, учитывающей влияние опционов, варрантов и конверсии долга, которые могут увеличить количество выпущенных акций. Формула следующая:

$$\frac{\text{Средняя цена обыкновенных акций}}{\text{Чистая прибыль на одну акцию}}$$

Например, инвестиционный аналитик хочет определить отношение «цена/прибыль» для Mile-High Dirigible Company. Среднеотраслевое отношение «цена/прибыль» для производителей летающих транспортных средств легче воздуха составляет 18 : 1. Компания собирает информацию, показанную в табл. 5.18.

Если она решит оставить чрезвычайную прибыль в показателе суммарной чистой прибыли, то использует следующий расчет отношения «цена/прибыль»:

$$\frac{\text{32,87 долл цена акции}}{\text{(8 500 000 долл. чистой прибыли / 3 875 000 выпущенных акций}} =$$

$$= 15.1 \text{ отношение «цена/прибыль».}$$

Таблица 5.18. **Пример данных об отношении «цена/прибыль»**

Последняя цена акций	$32,87
Количество выпущенных акций	3 875 000
Чистая прибыль	8 500 000
Чрезвычайная прибыль	2 250 000

Пока отношение «цена/прибыль» внешне выглядит благоприятно в сравнении со среднеотраслевым. Однако если компания исключит чрезвычайную прибыль из чистой прибыли, то величина прибыли на одну акцию упадет до 1,61 долл. Будучи вставленным в формулу «цена/прибыль», этот показатель повышает отношение до 20 : 1, что выше среднеотраслевого. Соответственно, компания считает акции переоцененными относительно отрасли и воздерживается от рекомендации их своим клиентам.

ВЫВОДЫ

Два десятка коэффициентов, рассмотренных в этой главе, должны быть в списке важнейших потенциальных показателей для финансового директора. Однако при определенных обстоятельствах, в зависимости от типа отрасли, наличия (или отсутствия) производственных операций или сервисной деятельности, а также от того, частная это компания или публичная, могут иметь большее значение другие коэффициенты. Более полный список показателей на выбор см. в приложении В, содержащем более 120 коэффициентов.

ГЛАВА 6

СИСТЕМЫ КОНТРОЛЯ*

Одной из основных функций финансового директора является анализ каждого процесса, предполагающего финансовые транзакции, для того чтобы определить, где есть риск потери активов, и установить пункты контроля, предотвращающие их появление. Например, возможным крупным недостатком в процедуре выставления счетов может быть то, что отдел доставки не проинформирует бухгалтерию об отправке товара, и в результате покупателю не высылается счет. В этой главе мы рассмотрим потребность в системах контроля, виды мошеннической деятельности, которые делают контроль особенно важным, и опишем более 60 контрольных функций, которые могут быть добавлены к стандартной бухгалтерской системе.

Поскольку меры контроля часто сопровождаются затратами, можно также убрать их *из* бухгалтерской системы, чтобы сберечь деньги; мы рассмотрим процесс выявления этих видов контроля и оценим их полезность перед исключением.

НЕОБХОДИМОСТЬ СИСТЕМ КОНТРОЛЯ

Самой распространенной ситуацией, при которой необходим пункт контроля, является невинная ошибка в обработке сделки. Например, бухгалтер по работе с поставщиками забывает сравнить цену в счете-фактуре поставщика с ценой, указанной в платежке, что приводит к тому, что компания платит больше, чем следует. Аналогичным образом, работники склада решают принять товар несмотря на отсутствие сопроводительных документов, и в результате компания должна заплатить за то, что ей не нужно. Подобные случаи могут произойти вследствие плохой подготовки служащих, невнимательности, либо комбинации специфических обстоятельств, которые не были предусмотрены при первоначальной разработке учетных процедур. Очень много причин могут привести к ошибкам, а это, в свою очередь, оборачивается потерей корпоративных активов.

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из главы 25 *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002).

Контроль должен присутствовать в тех местах процедурного процесса, где могут возникнуть ошибки такого рода Возможность некоторых ошибок становится очевидной, когда специалист по процедуре анализирует поэтапную схему процесса, опираясь всего лишь на свое знание тех участков, где обычно возникают ошибки при аналогичных процедурах Некоторые их них будут специфичными для данной определенной отрасли Например, индустрия казино имеет дело с огромными суммами наличных денег, и поэтому в работе с наличностью потенциально может произойти намного более высокая денежная недостача, чем при аналогичных процессах в других отраслях. Кроме того, весьма специфические обстоятельства внутри компании могут породить ошибки, где их вовсе не должно быть. Например, производственная компания, в которой работают преимущественно иностранные рабочие, не говорящие по-английски, будет сталкиваться с дополнительными ошибками в любых процессах, где от этих работников требуется заполнение документации, просто вследствие более низкого уровня понимания того, что они пишут. Следовательно, типичному процессу могут сопутствовать такие пути развития, на которых компания имеет шанс потерять активы.

Очень часто вероятность ошибок столь мала, что бухгалтеры могут спокойно игнорировать их и не заниматься введением контроля. В случае высокой вероятности ошибок необходимо внедрить систему проверок, призванную предотвратить или мгновенно распознать почти все проблемы, за исключением разве что самых необычных.

Необходимость введения системы контроля также обусловлена тем, что она требует определенных затрат и порой мешает плавному функционированию процессов. Если для осуществления контроля требуется дополнительный работник, то, вероятно, необходим тщательный анализ конечного уменьшения риска. Аналогичным образом, если система контроля предполагает широкомасштабное вмешательство в высокоэффективный процесс, то вполне логично поискать альтернативный подход, обеспечивающий такой же уровень контроля, но извне.

Установленные меры контроля могут иметь превентивный характер, нацеленный на выявление возникающих проблем: например, онлайновая проверка цен персоналом, осуществляющим ввод данных о клиентских заказах, или способ обнаружения, который выявляет проблемы после того, как они возникли. Это необходимо, чтобы бухгалтеры смогли изучить вопросы, связанные с контролем, и решить их после идентификации проблемы (например, при помощи выверки расчетов с банком). Первый тип контроля является наилучшим, поскольку он предотвращает появление ошибок, в то время как второй приводит к гораздо большим затратам труда бухгалтеров на изучение и исправление каждого недочета. Поэтому тип внедряемой системы контроля нужно оценивать исходя из стоимости последующего исправления ошибок

Все эти факторы — предполагаемый риск, затраты и эффективность — будут оказывать влияние на потребность компании в системах контроля, а также на то, какой тип контроля — превентивный или обнаруживающий — предполагается «встроить» в процесс

ВИДЫ МОШЕННИЧЕСТВА

Подавляющее большинство трансакционных проблем, от которых защищает контроль, являются непреднамеренными ошибками работников. Обычно их легко выявить и исправить, если имеются соответствующие пункты контроля Однако потенциальная потеря активов, которой больше всего боятся, происходит не в результате таких ошибок, а из-за сознательного мошенничества некоторых служащих, поскольку эти трансакции намеренно маскируются, что сильно затрудняет их выявление. Наиболее распространенными видами мошенничества являются

- *Кража денег и инвестиций* Кража денег является наиболее распространенным видом мошенничества и, тем не менее, украденные суммы, как правило, весьма невелики, если сравнить их со сложной структурой мер контроля, которые обычно предусмотрены для предотвращения подобных явлений. Настоящей проблемой в этой области является кража инвестиций, когда кто-то обходит существующие механизмы контроля, чтобы обчистить весь инвестиционный счет компании. Соответственно, финансовому директору следует тратить основное время на разработку мер контроля над движением инвестиционных средств.
- *Злоупотребление расходным счетом.* Служащие могут использовать фальшивые счета о расходах, обращаться за компенсацией неутвержденных трат или неоднократно обращаться за компенсацией, используя свои отчеты о расходах. Многие из этих расходов настолько малы, что едва стоят затрат на проверку, в то время как другие, например, дублирование счетов за авиабилеты на компанию, могут в итоге составить весьма крупные суммы. Меры контроля в этой области обычно дороги и трудоемки.
- *Искажение финансовой отчетности.* Хотя внешне никакие активы вроде бы не украдены, сознательная фальсификация финансовой информации является, тем не менее мошенничеством, поскольку она влияет на котировки акций компании, вводя инвесторов в заблуждение относительно финансовых результатов. Меры контроля в этой области должны включать внутренний аудит, чтобы убедиться, что установлены правильные процедуры, а также полную ревизию (а не обзор или выборку) внешними аудиторами.

- *Кража основных средств.* Хотя их название предполагает, что каждый актив является достаточно крупным и немобильным, многие из них — особенно компьютеры — могут быть с легкостью украдены и затем перепроданы служащими. Во многих случаях просто нет другого способа предотвратить утрату активов, как введение службы охраны и систем наблюдения. Учитывая, что многие организации не хотят заходить столь далеко, самым распространенным контролем является покупка страхового полиса с минимумом непокрытых случаев, чтобы потери могли быть быстро компенсированы.
- *Кража запасов со склада и в пути.* Для работника простейшей кражей является взять со склада товар и унести его. Контроль запасов может быть усилен благодаря использованию ограждений и ограниченного доступа на склад, но работники могут все же вынести товар через приемные ворота. Меры контроля, установленные в этой области, будут зависеть от существующего уровня воровства и стоимости запасов.
- *Невозврат авансовых выплат.* Служащие, которым требуются авансы на их расходы или командировки, как правило, не имеют значительных финансовых средств. Вследствие этого, они могут не возвращать авансы, если только их конкретно не попросят об этом. Это требует детального отслеживания всех выданных авансов.
- *Покупки для личного пользования.* Служащие, имеющие доступ к кредитным картам компании, могут совершать покупки товаров, которые потом оказываются у них дома. Необходимы меры контроля, требующие детальных отчетов обо всех покупках по кредитным картам, а не беглый просмотр и утверждение поступающего отчета по карте.
- *«Откаты» поставщиков.* Работники снабжения могут договориться с поставщиками о покупке товаров у них в обмен на денежные «откаты» самим снабженцам. Обычно это приводит к тому, что компания платит за эти товары по ценам, которые выше рыночных. Этот вид мошенничества трудно обнаружить, поскольку он требует постоянного отслеживания закупочных цен и сравнения их с рыночным уровнем.

В некоторых организациях проблемы мошенничества стоят острее, поскольку сама обстановка располагает к их совершению. Например, решительные меры руководства на повышение прибыли могут вести к искажению финансовой отчетности с целью «дать цифру». Проблемы возникнут вследствие того, что правление не хочет тратиться на контроль или на необходимое число контролирующего персонала, или в контролирующем подразделении доминируют один-два человека, которые игнорируют существующие меры охраны, или в нем наблюдается высокая текучесть, а новые менеджеры имеют слабое представление о существующем контроле. Мошенничество также распространено, когда структура организации является очень сложной или когда компания быстро растет, поскольку обе ситуации обычно ведут к не-

удовлетворительному контролю, что создает благоприятные возможности для кражи активов. Следовательно, мошенничество гораздо вероятнее, если в компании происходит стремительный рост, имеются проблемы в управленческой иерархии, или если контроль не ведется параллельно с изменениями в организационной структуре.

КЛЮЧЕВЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ КОНТРОЛЯ

Существуют тысячи видов надлежащего контроля над активами, которые можно использовать, чтобы обеспечить с вашей стороны его поддержание в компании. Представленный перечень содержит наиболее распространенные меры контроля, имеющиеся в большинстве организаций. Это может быть дополнено добавочными контролирующими мерами в случаях, когда потенциал потери активов считается чрезмерно высоким, причем обратное справедливо в других случаях. Направления контроля следующие*:

1. *Деньги.* Считается, что работа с наличностью изобилует проблемами контроля, что приводит к, возможно, чрезмерным мерам контроля. Хотя ниже перечислены многие потенциальные направления контроля, где следует пытаться создать такой набор мер, который сбалансирует затраты на него с достигнутым повышением его уровня контроля. Меры следующие:
   - *Сравнивайте реестр чеков с фактической последовательностью номеров чеков.* Компьютерный список напечатанных чеков должен точно соответствовать чекам, которые были использованы фактически. Если нет, то это может свидетельствовать о том, что кто-то изъял чек из стопки чековых бланков в надежде, что это останется незамеченным. Это несоответствие особенно часто касается чеков, напечатанных лазерным принтером, поскольку они хранятся в виде отдельных листов, а не рулона чековых бланков, и поэтому их легче украсть.
   - *Проводите внезапные проверки сейфа с деньгами на мелкие расходы (petty cash).* Можно в искаженном виде представить содержимое сейфа с деньгами на мелкие расходы, используя различные расписки и долговые обязательства. Путем внеплановых проверок иногда можно выявить такие несоответствия.
   - *Контролируйте бланки чеков.* Чековые бланки нельзя хранить в шкафу для канцтоваров вместе карандашами и бумагой, поскольку любой может взять чек из стопки, и только подделка подписи отделяет его от кражи средств из компании. Вместо этого, чековые бланки следует хранить в запертом сейфе, доступ к которому имеет только уполномоченный персонал.

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Controllership* by Willson, Roehl-Anderson, and Bragg (John Wiley & Sons, 1999), pp. 132–134.

- *Контролируйте штампы подписей.* Если кто-то может получить доступ к штампам подписей компании, то становится возможным не только подделывать чеки, но и штамповать разрешающие подписи на любые юридические документы. Поэтому их всегда следует хранить в сейфе компании.
- *Делайте контрольный список в почтовой комнате.* Если есть какая-либо вероятность того, что кто-то в бухгалтерии изымает клиентские чеки, прежде чем они включаются в дневной учет депозитов, то персонал почтовой комнаты можно попросить составлять отдельный список, который позднее можно сравнить со списком депозитных корешков, чтобы посмотреть, нет ли между ними расхождений.
- *Ежедневно депонируйте все чеки.* Если чеки не оприходуются в течение нескольких дней, то возрастает вероятность того, что кто-нибудь получит доступ к ним и обналичит их на свой собственный счет. Поэтому депонирование в банке следует проводить каждый день.
- *Направляйте причитающиеся деньги в банковскую ячейку.* Если деньги или чеки от покупателей не проходят через компанию, то исчезает целый ворох проблем контроля, связанных с возможным неправильным использованием этих денег. В этих целях можно обзавестись банковской ячейкой, контролируемой банком компании, и попросить клиентов направлять их платежи в адрес этой ячейки.
- *Заполняйте пустые места в чеках.* Если графа в чеке, в которой указывается выплачиваемая сумма, оставляется частично незаполненной, злоумышленник может вставить дополнительные цифры или слова, что приведет к гораздо более крупному платежу чеком. Этого можно избежать, заставив программное обеспечение, печатающее чеки, вставлять в свободные места линию или серию символов.
- *Заполняйте чернилами расписки за мелкие расходы.* Расписки за мелкие расходы можно подправить, сделав их суммы крупнее, чем было в действительности, и таким образом правонарушитель забирает себе разницу из сейфа с деньгами. Эту проблему можно решить, попросив, чтобы все расписки заполнялись чернилами.
- *Лимитируйте суммы наличности на мелкие расходы.* Если в сейфе с деньгами на мелкие расходы мало денег, то существует меньше стимулов украсть ее. Если через него проходят крупные суммы денег, то наиболее приемлемым выходом являются карточки снабжения.
- *Приводите в негодность аннулированные чеки.* Аннулированный чек можно восстановить и обналичить. Чтобы предотвратить это, следует использовать пружинный штамп, который пропечатывает слово «аннулировано» на поверхности чека, приводя его в полную негодность для повторного использования.

Проводите выверку банковских счетов. Это одно из важнейших направлений контроля всей компании, поскольку здесь обнаруживаются все возможные поступления и расходы денег. Банковский отчет о списке обналиченных чеков следует тщательно сравнить с внутренними записями компании, чтобы удостовериться, что чеки не были изменены после того, как они покинули компанию, или что бухгалтерские книги не были подчищены с целью изменения суммы чеков. Необходимо также сопоставить банковский отчет о депозитах с бухгалтерскими книгами, чтобы выяснить, нет ли каких-либо расхождений, вызванных тем, что кто-то изъял чеки или деньги из бандероли банковских депозитов. Далее, следует изучить записи обо всех банковских счетах компании, чтобы удостовериться, нет ли поддельных чехов. Кроме того, абсолютно основополагающим является проведение выверки банковских счетов сотрудником, который совершенно не связан с функциональными направлениями кредиторской задолженности, дебиторской задолженности и оборота наличности. Таким образом, ни у кого не будет возможности скрыть свои прегрешения путем изменения банковских записей. Теперь можно получать онлайновые банковские отчеты через Интернет, поэтому выверку можно проводить каждый день. Это будет правильным подходом, поскольку несоответствия можно обнаружить и исправить намного быстрее.

- *Анализируйте необналиченные чеки.* Если чеки не были обналичены, то, возможно, что они появились на свет вследствие какого-то изъяна в системе кредиторской задолженности, в результате которой был послан чек несуществующему поставщику. Следует попытаться установить связь с этими поставщиками, чтобы посмотреть, есть ли такая проблема.
- *Обновляйте карточки подписей.* Банк компании располагает списком лиц, которые уполномочены им подписывать чеки. Если кто-то из этих людей оставляет компанию по какой-либо причине, то он или она все еще сохраняет способность подписывать чеки компании. Чтобы устранить эту проблему контроля, карточки подписей банка следует обновлять сразу после того, как подписант покидает компанию.
- *Проштамповывайте входящие чеки надписью «депонировано на счет № XXX».* Существует возможность, что служащие, имеющие доступ к чекам клиентов, попытаются обналичить их, так же есть вероятность, что у кого-то сохранился доступ к почтовой корреспонденции после того, как она вышла из компании. Такую ситуацию можно предотвратить, проставляя штамп на обороте чека с надписью «депонировано на счет № XXX». Такому человеку пришлось бы стереть этот штамп, чтобы обналичить чек.

2. *Инвестиции.* Увод инвестиционных фондов является той областью, где некая личность имеет наилучшую возможность украсть крупные суммы финансовых средств компании или разместить их в несоответствующие

инвестиции с высоким риском потерь. Следующие меры контроля призваны ограничить эти риски:

- *Устанавливайте лимиты на инвестиции.* При вложении избыточных средств компания должна вести жесткую политику, инвестируя лишь определенные суммы в отдельные категории или объекты инвестиции. Например, только первые 100 000 долл. на банковском счете являются застрахованными, поэтому средства сверх этой суммы можно переводить в иные инструменты. Другой пример: совет директоров может предположить, что инвестиции в бросовые облигации несут с собой чересчур много риска, и поэтому вводит общий запрет на этот вид инвестиции. Подобные политические установки можно запрограммировать в компьютеры казначейства, чтобы система автоматически блокировала инвестиции, которые не соответствуют установленным инвестиционным параметрам компании.
- *Требуйте разрешений на перевод средств с одного счета на другой.* Лицо, которое пытается жульнически вывести средства со счетов компании, должно иметь разрешающую санкцию в документах инвестиционного банка компании на перевод денег на неподконтрольный компании счет. Разрешения такого рода можно жестко контролировать посредством соглашений о подписях с банком. Можно также установить жесткий контроль над переводом средств *между* счетами компании, поскольку мошенник может найти лазейку в системе контроля, если конкретный банк не предупрежден о том, что *не* разрешен перевод средств за пределы установленного списка счетов компании, и переводит все средства на этот счет, а оттуда на внешний счет.

3. *Кредиторская задолженность.* Меры контроля необходимы в области кредиторской задолженности для того, чтобы знать, что служащие не получают плату от клиентов и затем скрывают это должностное преступление, подчищая записи о кредиторской задолженности этих клиентов. Наиболее распространенные меры контроля следующие:

- *Сравнивайте полученные чеки с проводками кредиторской задолженности.* Работник, занимающийся кредиторской задолженностью, а также ответственный за проводку денег по счетам, может обналичить чек на свой личный счет и затем скрывать свидетельства украденных средств, постоянно проводя последующую полученную наличность через самые старые счета кредиторской задолженности. Это можно выявить, проводя периодическое сравнение чеков, указанных в списке депозитов за данный день, со счетами, на которые были переведены средства.

- *Подтверждайте остатки кредиторской задолженности.* Если служащий неправильно проводит деньги от клиентов на различные счета, чтобы скрыть недостачу части денег, которые он или она вывел из компании, то эту проблему можно обнаружить, периодически высылая бланк подтверждения клиентам, удостоверяющий сумму, которую они заплатили компании.
- *Требуйте разрешения на списание просроченной задолженности* Менеджер должен санкционировать любые списания просроченных долгов из списка кредиторской задолженности. В противном случае, некто может получить чек от покупателя, обналичить его на свой собственный счет и списать соответствующую сумму кредиторской задолженности как просроченный долг Этот контроль можно значительно усилить, отделив функцию подтверждения поступления средств от функции взыскания кредиторской задолженности, что потребовало бы тайного сговора, чтобы такой вид мошенничества работал
- *Требуйте одобрения кредитов.* Некто, работающий в области кредиторской задолженности, может предоставить кредит покупателю в обмен на «откат» от него. Это можно предотвратить путем использования бланков разрешений на все предоставленные кредиты, а также периодически сравнивая предоставленные кредиты с соответствующими разрешающими документами. Можно разрешить персоналу бухгалтерии предоставлять очень маленькие кредиты с целью подчистить различные суммы в списке кредиторской задолженности, но это следует периодически отслеживать, чтобы убедиться, не аккумулируют ли те или иные клиенты большого количества мелких кредитов

4. *Инвентаризация.* Компания может иметь так много товара, что надежная система контроля необходима просто для того, чтобы обеспечить некую степень защиты вообще. Таким образом, практически все нижеследующие меры контроля рекомендуются для обеспечения высокого уровня точности учета товаров:

   - *Проводите инвентаризацию.* Если никто и никогда не проводил учет товарно-материальных запасов, то постепенно их действительное количество будет отклоняться от записей в балансовых книгах, и со временем накопленные разночтения будут нарастать. Чтобы противодействовать этой проблеме, можно запланировать либо полную инвентаризацию этих запасов время от времени, либо вообще ввести постоянный цикл пересчета небольших порций товаров каждый день. Какой бы метод ни использовался, важно проводить исследования с целью выяснения, из-за чего происходят несоответствия, и попытаться решить лежащие в их основе проблемы.

- *Контролируйте доступ к учетным спецификациям сырья и товарных запасов.* Уровни охраны документов, содержащих учетные спецификации сырья и товарных запасов, должны давать доступ к ним только очень узкому кругу хорошо подготовленных служащих. Таким образом, будет минимизирован риск случайных или преднамеренных изменений в этих важнейших записях. Система безопасности должна также сохранять пользовательские пароли всех, кто имел доступ к этим записям, на случай, если потребуются свидетельства, доказывающие, что имела место мошенническая деятельность.
- *Поддерживайте уровни точности спецификаций не ниже 98%.* Спецификации очень важны для определения стоимости полуфабриката по мере того, как он проходит через стадии незавершенного производства и, в конечном счете, оказывается на складе готовой продукции, поскольку они включают все возможные компоненты, из которых состоит каждое изделие. Эти записи следует регулярно сопоставлять с фактическими компонентами изделия, чтобы удостовериться в их правильности, и их точность необходимо отслеживать.
- *Требуйте заполнения форм на списание в отходы и передел брака.* Поразительное количество материалов и связанных с ними прямых затрат труда может быть потеряно в виде отходов производства или при исправлении брака. Обычно это трудно контролировать, поскольку отходы и передел могут иметь место на многих этапах производственного процесса. Тем не менее производственный персонал должен быть обучен заполнению передаточных форм, которые регистрируют эти действия с целью точного учета материалов.
- *Ограничивайте доступ на склад.* Без ограничений доступа склад компании похож на крупный магазин без цен — просто бери все, что хочешь. Это отнюдь не означает, что работники берут товары для личного пользования, но, возможно, они забирают избыточное их количество для производственных целей, что ведет к скоплениям на производственной площади. Кроме того, это ставит снабженцев перед тяжелой и почти невыполнимой задачей попытаться определить, что находится в запасах, а что нужно купить для сегодняшних производственных нужд. Следовательно, должен быть обязательный контроль над запасами, а также жесткий ограниченный к ним доступ.
- *Отделяйте запасы, принадлежащие клиентам.* Если клиенты поставляют компании некоторые комплектующие, которые используются при производстве изделий для них, очень просто перепутать эти запасы с собственными, это в результате ведет к ложному представлению о количестве запасов. Конечно, можно давать клиентским запасам специальную кодировку для того,

чтобы четко различать их, гораздо наглядным контролем является размещение этих товаров в другой части склада.

5. *Авансы служащим.* Служащие могут просить авансы в счет очередной зарплаты или для оплаты расходов в предстоящей командировке. В любом случае, легко потерять след аванса. Перечисленные ниже меры контроля необходимы для того, чтобы обеспечить в конечном счете возвращение аванса:

   - *Постоянное отслеживание всех выданных авансов.* После выплаты авансов служащим необходимо постоянно отслеживать статус этих авансов Работники, попросившие авансы, часто находятся в плачевном финансовом состоянии, и нужно направлять им постоянные напоминания, чтобы добиться своевременного возврата средств. Простым пунктом контроля является наличие инструкции, требующей автоматического вычета всех авансов из очередной зарплаты служащего, что резко сокращает работу по отслеживанию авансов.
   - *Требуйте разрешений на выплату всех авансов работникам.* Когда работники просят авансы по каким-либо причинам в счет очередной зарплаты или для оплаты расходов в командировке, это всегда должно происходить с одобрения их непосредственных начальников. Причина в том, что аванс это, по сути, маленький краткосрочный кредит, который тоже потребовал бы одобрения руководством. Менеджеру по кредиторской задолженности или его персоналу следует разрешать санкционировать лишь минимальные суммы авансов.

6. *Основные средства.* Покупка и продажа основных средств требует особых мер контроля, при получении соответствующих разрешений на проведение сделки, а также надлежащий учет средств, связанных с основными фондами. Все нижеследующие меры контроля следует применять для достижения этих целей:

   - *При закупках основных средств должны иметься надлежащие предварительные разрешения.* Компания с капиталоемкой инфраструктурой может обнаружить, что важнейшим направлением для контроля является санкционирование расходов на новые капитальные проекты или замену оборудования. В зависимости от возможной суммы требующихся средств, этот контроль может включать полный анализ чистой приведенной стоимости (net present value, NPV) денежных потоков, связанных с каждым предстоящим капиталовложением, а также многоуровневые разрешения вплоть до совета директоров. Действительно всеобъемлющая система контроля будет также включать анализ после завершения проекта, сопоставляющий первоначальные оценки денежных потоков с фактически достигну-

тыми. Это необходимо не только для того, чтобы сделать вывод об улучшении в будущем процесса прогнозирования, но и для того, чтобы увидеть, не было ли сделано каких-либо преднамеренных искажений в первоначальных оценках.

- *Удостоверьтесь, что проводятся правильные расчеты амортизации.* Хотя неверные расчеты амортизации не ведут к потенциальной потере активов, но они могут закончиться неприятной в будущем корректировкой финансовой отчетности представленной ранее. Меры контроля должны включать сравнение капитализируемых статей с официальным корпоративным лимитом капитализации для того, чтобы определить правильно ли, капитализируются и амортизируются активы. Меры контроля должны также включать анализ категорий активов, по которым учитывается каждый отдельный актив, чтобы удостовериться, правильно ли он классифицирован, и, следовательно, амортизируется.
- *Удостоверьтесь, что списание основных средств надлежащим образом санкционировано.* Компания не хочет, чтобы ее активы продавались в пожарном порядке, когда никто из членов правления не знает об этом. Следовательно, продажа активов должна быть надлежащим образом санкционирована, прежде чем будет инициирована какая-либо сделка по продаже, хотя бы только для того, чтобы удостовериться, что конечная цена, уплачиваемая покупателем, представляется обоснованной.
- *Удостоверьтесь, что все платежные документы, связанные с продажей основных средств, правильно оприходованы.* Служащие могут продать активы компании, положить в карман выручку и отчитаться перед компанией о том, что актив был сдан в металлолом. Эта проблема контроля может быть уменьшена требованием, чтобы накладная или расписка в получении от утилизирующей компании подшивалась к документации каждого снимаемого с баланса актива.
- *Удостоверьтесь, что основные средства утилизируются.* Многие основные средства пылятся в углу и не используются, и никому не приходит в голову мысль о том, чтобы их прибыльно продать. Поэтому персонал бухгалтерии должен проводить периодический анализ всех основных средств, который должен включать визуальную инспекцию и беседы с работниками, чтобы определить, что активы больше не используются.

7. *Кредиторская задолженность.* Это одна из самых распространенных областей, где происходит неправильное использование активов, а также область, в которой наиболее вероятно возникновение трансакционных ошибок. Тем не менее чрезмерное использование контроля в этой области может привести к значительному ухудшению работы персонала

отдела кредиторской задолженности, поэтому следует использовать разумный комплекс мер контроля.

- *Проверяйте отчеты по кредитным картам.* Когда служащим выдают кредитные карточки от компании, будет существовать некоторый риск того, что они будут использоваться для неделовых расходов. Чтобы этого избежать, можно бегло проверять несколько линий расходов в каждом отчете по кредитной карте, а иногда и проводить полную проверку каждого полученного отчета. В отношении тех служащих, которые имеют прецеденты совершения несоответствующих покупок, но которым карточка тем не менее предоставлена, можно также анализировать их покупки в режиме онлайн (в зависимости от того, какой сервис предоставляет банк-эмитент) в тот же день, когда произведена покупка, и изменять кредитные лимиты в то же самое время, ужесточая таким образом контроль за использованием кредитной карты.
- *Сравнивайте произведенные платежи с полученными накладными.* За исключением оплаты услуг и периодических платежей, все платежи через систему кредиторской задолженности должны иметь соответствующие учетные записи по полученным накладным. Если таковых нет, то надо провести расследование, каким образом произведен платеж. Такой контроль может быть трудно реализовать, если нет в наличии автоматической системы трехсторонней сверки, поскольку в противном случае может потребоваться много работы по перекрестной проверке вручную.
- *Сравнивайте номера счетов, полученных от поставщиков.* Когда поставщикам не платят своевременно, они, вероятно, вышлют компании копию счета-фактуры на том основании, что оригинал должно быть потерян. Если оригинал счета всего лишь находится в стадии обработки с целью оплаты, то существует вероятность, что компания оплатит как первоначальный счет, так и его копию. Следовательно, бухгалтерское программное обеспечение должно автоматически сличать номера всех полученных счетов, чтобы увидеть, нет ли дубликатов.
- *Устанавливайте ограничения на покупки по кредитным картам.* Когда служащим выдаются кредитные карты, в распоряжении компании имеется ряд возможных ограничительных мер, которые она может ввести для кредитных карт с целью удержать расходы служащих в определенных, заранее установленных пределах. Например, если карта эмитирована конкретным магазином, то покупки могут ограничиваться только этим местом. Однако, поскольку это может привести к большому числу разнообразных кредитных карт, более популярной альтернативой является снабженческая

(или закупочная) карта. Это кредитная карта, для которой установлен ряд дополнительных ограничений. Они могут включать максимальную сумму для отдельных покупок, максимальную сумму дневных расходов или быть ограничены определенными магазинами. В зависимости от уровня услуг, предлагаемых по снабженческой карте, ежемесячный отчет о расходах может также содержать список основных категорий закупленных товаров.

- *Требуйте разрешений на оплату всех счетов, не имеющих соответствующего ордера на покупку.* Если отдел снабжения не санкционировал оплату счета, то персонал бухгалтерии должен отправить его руководителю подразделения, которое будет оплачивать его, чтобы этот руководитель мог изучить и разрешить данную покупку.
- *Требуйте, чтобы руководители просматривали и утверждали отчеты по кредитным картам.* Даже при наличии ограничений, только что упомянутых в отношении снабженческих карт, все еще сохраняется возможность совершения несанкционированных покупок. Если представляется необходимым проверять покупательские действия служащих, то копии отчетов по кредитным картам могут направляться их начальникам для просмотра. Это не обязательно должно делаться с целью утверждения покупок, но, по крайней мере, для того, чтобы убедиться, что руководители знают о типах совершаемых расходов.
- *Проверяйте наличие разрешений трехсторонней выверкой.* Хотя это крайне трудоемко, важно сличать счет-фактуру поставщика с разрешающим закупочным ордером, чтобы удостовериться, что реквизиты обоих документов совпадают. Одновременно сличают объем, на который выставлен счет, с приходной документацией, чтобы убедиться, что компания платит только за полученные товары. Некоторые компьютерные системы могут автоматизировать этот процесс сверки. Альтернативой является процедура утверждения приемщиками объемов, полученных от поставщиков, путем сравнения их с закупочными ордерами, что в дальнейшем позволяет персоналу бухгалтерии платить поставщикам по разрешающему закупочному ордеру, а не по счету-фактуре поставщика.

8. *Долговые ценные бумаги.* Размещение нового займа обычно является крупным событием, которое находится под пристальным вниманием финансового директора и поэтому не требует особого контроля. Тем не менее следующие пункты проверки рекомендуются как часть общей корпоративной политики.

- *Требуйте одобрения условий всех новых соглашений о заимствованиях.* Старший менеджер корпорации должен быть уполномочен

проверять все предполагаемые долговые инструменты, чтобы убедиться, что процентные ставки, обеспечение и другие требования не являются слишком обременительными или противоречат условиям имеющихся кредитных соглашений. Кроме того, может быть полезно время от времени посмотреть, не имеет ли кредитующая организация неприемлемых связей с компанией, например, частичное или полное владение ее акциями лицом, ответственным в компании за заключение кредитных соглашений.

- *Требуйте одобрения руководством всех заимствований и погашений долга.* Как и в предыдущем пункте проверки, одобрение высшего руководства требуется для всех долговых инструментов, за исключением того, если речь идет об окончательном одобрении каждого долгового обязательства. Если планируемый кредит является очень крупным, то имеет смысл разработать инструкцию, в которой будет оговорено, что для таких случаев необходимы санкции совета директоров, чтобы быть полностью уверенным, что на всех уровнях организации имеется полное согласие относительно характеристик данного долгового обязательства. Требование визирующей подписи можно сделать еще более полезной мерой контроля, если довести его до сведения кредитора, чтобы он случайно не санкционировал кредитное соглашение, которое не было подписано уполномоченным должностным лицом.

9. *Выручка.* Основной проблемой контроля, связанной с выручкой, является обеспечение того, чтобы все отгрузки сопровождались своевременной отправкой счетов. Сбой контроля в этой области может привести к крупной недостаче выручки и угрозе общей ликвидности компании.

   - *Сравнивайте все выставленные счета с реестром отгрузок.* Следует проводить непрерывное сравнение счетов с реестром отгрузок, не только для того, чтобы знать, что на все отгруженные товары выставлены счета, но и в целях защиты от незаконных отгрузок в результате тайного сговора между внешними сторонами и персоналом отдела продаж. Некто, забирающий товар с отгрузочной площадки, не всегда будет брать на себя обязательства занести эту трансакцию в реестр отгрузок. Поэтому следует тщательно отслеживать количество запасов готовой продукции, физически пересчитывать их и контролировать все сделки по каждой товарной позиции для того, чтобы определить, где может иметь место утечка запасов.
   - *Сравнивайте использованные скидки с разрешенным возвратом товаров.* При оплате счетов, выставленных компанией, покупатели иногда будут использовать предоставляемые скидки на том основании, что они вернули компании некоторые товары. Проблема в том, что

компания могла не санкционировать возврат, а то и не получить его вовсе. Сравнение реестра разрешении на возврат товаров со списком использованных скидок в журнале учета денежных поступлений обнаружит свидетельства того, что покупатель не платит по своим обязательствам

- *Выявляйте отгрузки товарных образцов в реестре отгрузок.* Товары, которые отправлены без выставления счета за них, вероятно, являются товарными образцами, посланными возможному покупателю или маркетинговому агентству. Они должны быть помечены как товарные образцы в реестре отгрузок, и внутренние аудиторы должны удостовериться в том, что каждый из них был надлежащим образом санкционирован, предпочтительно подписанным документом.

10. *Себестоимость проданных товаров.* У компании есть много способов потерять контроль над своими издержками в области себестоимости проданных товаров, поскольку она имеет многочисленный персонал и самую крупную часть издержек компании. Применение предлагаемых ниже мер контроля в производственной сфере будет сильно зависеть от предполагаемых выгод, которые будут получены от их использования, по сравнению с теми масштабами, в которых они будут мешать плавной работе производственного подразделения.

    - *Сравнивайте стоимость всех выполненных работ с плановыми затратами.* Компания может пострадать от крупных сокращений валовой прибыли, если она пристальным оком не следит за затратами, связанными с выполненными работами. Для этого финансовому директору нужно сравнивать полный перечень всех издержек по данной работе с первоначальным бюджетом или квотой, и точно определять, какие фактические затраты оказались выше ожидавшихся. Этот анализ должен завершиться списком проблем, обусловивших перерасход средств, на которые, в свою очередь, может обратить внимание команда менеджеров с тем, чтобы они не возникали впредь. Эту процедуру следует проводить и параллельно с выполняемыми работами (особенно, если эти работы имеют долговременный характер), и, таким образом, указанные проблемы могут быть обнаружены и решены до завершения работ.
    - *Сравнивайте плановую потребность в рабочей силе с фактическим производственным персоналом.* Производственный руководитель, если он единолично отвечает за выполнение производственного плана, будет иметь тенденцию к укомплектованию производственных участков в избытке, надеясь на то, что при больших трудовых ресурсах продукция появится в срок. Эту тенденцию можно выявить и количественно измерить, используя схему трудозатрат, чтобы

определить объем трудозатрат, которые следовало произвести, и затем сравнить с этой нормой фактические трудозатраты.

- *Выдача со склада согласно спецификациям.* Надежным видом контроля над материальными издержками является требование использования спецификации сырья и материалов для каждого производимого изделия, а также требование выдавать ресурсы из сырьевых запасов, предназначенных для производства этих изделий, исходя из количеств, указанных в спецификациях сырья и материалов. Таким образом, проверяющий может выражать недовольство теми выдачами со склада, которые *не* были утверждены посредством сырьевой спецификации, и объективного обоснования для них не имеется.
- *Делайте закупки на основе рамочных закупочных ордеров и связанных с ними поставок.* Снабженцы уже выполняют свою работу, если все покупки санкционируются посредством закупочных ордеров. Однако они будут делать эту работу более эффективно, если повторяющиеся закупочные ордера объединить в рамочные закупочные ордера, на основе которых время от времени осуществляются поставки. Внутренний аудитор должен периодически определять, существуют ли возможности для использования дополнительных рамочных закупочных ордеров, используются ли надлежащим образом имеющиеся ордера, выбраны ли минимальные количественные объемы, указанные в существующих рамочных ордерах, что освобождает компанию от уплаты штрафов за невыбранные минимальные объемы по ордерам.
- *Отклоняйте все покупки, которые не были заранее одобрены.* Крупным изъяном в закупочных системах многих компаний является то, что на грузоприемной площадке принимаются все отгрузки поставщиков, независимо от наличия разрешающей документации. Многие из этих грузов поступают по устным распоряжениям служащих из разных частей компании, многие из которых не уполномочены делать такие покупки, либо они не осведомлены о том, что покупают товары по высоким ценам. Эту проблему можно устранить, введя правило, что все полученные грузы должны иметь в документации соответствующий закупочный ордер, утвержденный отделом снабжения. Таким образом, снабженцы смогут удостовериться, что существует потребность в каждом заявленном товаре и что он закупается по обоснованной цене и у сертифицированного поставщика.

11. *Расходы на поездки и развлекательные мероприятия.* Отчеты служащих о расходах могут включать десятки позиций, по которым они просят возместить затраты, причем некоторые из них могут противоречить политике компании в отношении компенсации затрат. Чтобы выяснить,

что эти статьи «серых расходов» выявлены, многие бухгалтеры затрачивают необоснованно много рабочего времени на детальное изучение отчетов о расходах Необходимость в таком уровне контроля будет зависеть от оценки финансовым директором той суммы расходов, которая будет ассигнована на эти цели. В действительности, чтобы сделать эти отчеты «честными», в целом будет достаточно несколько меньшей формы контроля, например, аудита отчетов о расходах.

- *Выборочно проверяйте отчеты о расходах.* Служащие могут быть склонны включать в свои отчеты статьи расходов в надежде на то, что компания не просматривает их расходы. Эту проблему можно решить весьма недорогим способом, проводя немногочисленные выборочные проверки отчетов о расходах и принимая меры к нарушителям в отношении любых неразрешенных статей расходов. Слухи об этих проверках получат распространение и приведут к лучшему самоконтролю служащих при подготовке отчетов о расходах. Кроме того, если существуют свидетельства повторных нарушений, то выборочный аудит можно сделать не выборочным, а ввести повторяющуюся проверку для конкретных служащих.
- *Издайте инструкцию, касающуюся разрешенных расходов.* Служащие могут просить возмещения несоответствующих расходов просто потому, что им не было сказано о том, что эти расходы не являются разрешенными. Эту проблему можно решить, выпустив детальную инструкцию, касающуюся правил и процедур в отношении командировок. Эта концепция будет более доступной для служащих, если разместить информацию на сайте внутрикорпоративной сети. Кроме того, если имеется онлайновая система заполнения отчетов о расходах, эти правила можно встроить непосредственно в программное обеспечение, и таким образом система будет предупреждать служащих о неразрешенных к возмещению расходах.
- *Требуйте визирования руководителями всех отчетов о расходах.* Если существуют постоянные проблемы с включением служащими неразрешенных к возмещению расходов, может оказаться необходимым требовать визирования руководителями всех отчетов о расходах. Преимущество этого состоит в том, что включает в процесс человека, который, как предполагается, знает, почему служащий заполняет форму на возмещение расходов, и который может сказать, что компании следует оплатить их. Недостаток в том, что отчеты о расходах обычно покоятся на столах начальников долгое время, что увеличивает время, по прошествии которого служащий получит возврат.

12. *Расходы на заработную плату.* Меры контроля, используемые в отношении заработной платы, охватывают две области — предотвращение

переплат служащим и предотвращение мошенничества, связанного с выпиской платежных чеков на несуществующих работников. Ниже рассмотрены оба вида контроля.

- *Требуйте одобрения всех сверхурочных часов, отработанных персоналом с повременной оплатой.* Одной из простейших форм мошенничества является возвращение в компанию после окончания рабочего дня и отметка об уходе через некоторое время, либо другой служащий делает это за кого-то, создавая тем самым ложные сверхурочные часы. Это можно решить, потребовав одобрения руководством всех отработанных сверхурочных часов. Более передовым методом является компьютеризованная простановка времени, которая относит каждого служащего к определенной категории рабочего времени, и таким образом любые часы, отработанные после его или ее стандартного рабочего времени, будут автоматически выделяться компьютером для одобрения начальством. Система может даже не выдавать служащему отметку об уходе после указанного времени суток без предварительного ввода в компьютер кода руководителя.
- *Требуйте одобрения всех изменений в оплате.* В системе заработной платы можно довольно легко сделать изменение начисляемых сумм, если существует тайный сговор между бухгалтером по зарплате и другим служащим. Это можно обнаружить путем регулярных сравнений *выплаченных* ставок зарплаты с утвержденными ставками, *хранящимися* в досье служащих. Лучше всего требовать одобрения высокопоставленным руководителем всех изменений в заработной плате, что должно включать подпись этого лица на стандартной форме об изменении зарплаты. Полезно также проверять вычеты, произведенные из начисленных сумм заработной платы служащих, поскольку их можно подправить в сторону уменьшения, чтобы получить по сути более высокую ставку заработной платы. Такой аудит должен включать просмотр сумм и времени выплат по исполнительным листам, чтобы удостовериться, что эти вычеты производятся в соответствии с судебными постановлениями.
- *Выдавайте чеки непосредственно получателям.* Обычным видом мошенничества является создание персоналом по зарплате «мертвых душ» в системе заработной платы, либо продолжение начислений служащим, покинувшим компанию, с последующим присвоением выписанных чеков. Такую деятельность можно остановить, если каждый чек по зарплате выдавать служащему, который может подтвердить свою личность.
- *Направляйте списки выданных чеков по зарплате руководителям подразделений.* Полезно время от времени давать руководителям списки чеков по зарплате, выданных в их подразделении, поскольку

они могут обнаружить платежи служащим, которые там уже не работают. Это является особой проблемой в крупных компаниях, где любая задержка в обработке документов на увольнение может обернуться продолжением выплат бывшим служащим. Это также хороший контроль над любым бухгалтером по зарплате, который может попытаться обмануть компанию, задерживая документы на увольнение и затем какое-то время присваивая выписанные чеки.

- *Сличайте адреса на чеках по зарплате служащих.* Если персонал по зарплате создает «мертвые души» и отсылает их чеки по своим домашним адресам, тогда простая проверка адресов всех получателей чеков обнаружит дублирующие адреса. (Чтобы служащие не могли обойти эту проблему, посылая чеки на почтовые ячейки, должна быть подготовлена инструкция, запрещающая выписывать чеки на ячейки в почтовых отделениях.)

13. *Расходы на офис, мебель.* Хотя это относительно небольшая статья, следующий вид контроля призван выяснить, что служащие благоразумны в своих приобретениях обстановки для офисных помещений:

    - *Сравнивайте стоимость мебели служащих с нормами компании.* Служащие могут приобрести мебель по цене, намного превышающей ту, по которой ее может купить благоразумный менеджер. Эту проблему можно решить, издав инструкцию, устанавливающую максимальную стоимость мебели для одного служащего, и проводя ее в жизнь посредством периодических внутренних аудитов фактических затрат. Другим средством ее реализации является санкционирование стандартного набора мебели, приобретаемого снабженцами, причем любая мебель вне этого списка требует специального разрешения.

14. *Главное.* Некоторые регулярные платежи поставщикам базируются на долгосрочных контрактах. Большинство следующих мер контроля связано с наличием полного представления об условиях этих контрактов, чтобы компания не делала неправильных по размеру платежей:

    - *Отслеживайте изменения в контрактных издержках.* Это крупный источник возможных сокращений расходов. Поставщики могут в своих счетах, выставляемых компании, изменять цены по сравнению с указанными в закупочных ордерах, рамочных ордерах или долгосрочных контрактах, в надежде, что никто в компании-получателе не заметит изменения цен. Особое внимание следует уделять ценам, которые поставщик может по контракту изменить в соответствии с некоей базой затрат, например, ценой нефти или индексом потребительских цен. Поставщики будут незамедлительно повышать цены, основанные на этих повышающих условиях, но будут гораздо менее

оперативными в снижении цен в соответствии с теми же базовыми факторами. Группа внутреннего аудита может время от времени просматривать эти цены, либо бухгалтерская компьютерная программа может автоматически сравнивать цены счетов-фактур с базой данных по условиям контрактов. Альтернативой являются платежи поставщикам только исходя из цены, указанной в закупочном ордере, что полностью отменяет необходимость в этом контроле.

- *Отслеживайте время возобновления контрактов.* Компания может быть вынуждена временно платить поставщику намного более высокие цены, если она по небрежности позволит истечь долгосрочному контракту, содержащему выгодные ценовые условия. Чтобы избежать этого затруднительного положения, хорошей мерой контроля является создание общей документации на все контракты, включающую дату истечения контракта. Таким образом, будет заблаговременное предупреждение о том, когда нужно инициировать переговоры о продлении контракта.
- *Требуйте одобрения для различных уровней денежных обязательств, вытекающих их контракта.* Должна существовать политика компании, устанавливающая уровни денежных обязательств, для которых требуются санкции руководителей более высоких уровней. Хотя это, возможно, и не поможет компании дезавуировать подписанные контракты, это полезный предохранительный инструмент для удержания менеджеров от подписания контрактов, которые представляют собой крупные или долгосрочные денежные обязательства.
- *Оформите ипотеку на служащих, занимающих рисковичные в финансовом отношении должности.* Если, несмотря на все вышеперечисленные меры контроля, все же сохраняется некоторый риск того, что корпоративные активы могут быть потеряны в результате деятельности служащих, то полезно оформить закладные на имущество либо конкретных служащих, либо всего персонала подразделения, чтобы компания могла получить компенсацию в случае мошеннических действий.

Предыдущий набор рекомендуемых мер контроля охватывает только наиболее распространенные из них. Их следует дополнять, анализируя процедуры, используемые компанией, чтобы увидеть, есть ли необходимость в дополнительных мерах контроля (или в их сокращении), в зависимости от того, как структурированы эти процедуры. Меры контроля будут также значительно различаться по отраслям: например, казино устанавливают многоуровневый контроль за обработкой наличности, поскольку это денежный бизнес. Таким образом, представленные меры контроля следует рассматривать только как основу для всеобъемлющего комплекса мер контроля, которые должны удовлетворять специфическим нуждам каждой компании.

КОГДА ПРЕКРАЩАТЬ КОНТРОЛЬ

Несмотря на длинный список контрольных мер, перечисленных в последнем разделе, бывают времена, когда можно безопасно убрать контрольные функции. За счет этого нередко можно устранить дополнительные конторские расходы или, по крайней мере, упростить различные процедуры бухгалтерского учета. Чтобы увидеть, можно ли устранить контрольную функцию, следует предпринять следующие шаги:

1. *Составьте схему процесса.* Первым шагом является создание четких представлений о каждом шаге в ходе всего процесса, в который встраивается мера контроля. Создание схемы процесса необходимо для того, чтобы определить, где расположены другие пункты контроля. Определив излишние, или убедившись, что таких пунктов больше нет, можно принять обоснованное решение относительно необходимости той или иной контролирующей меры.
2. *Определите затраты на пункт контроля.* Использовав схему для обнаружения пунктов контроля, которые, возможно, больше не нужны, необходимо затем определить затраты на них. Это может оказаться сложным вычислением, поскольку может включать не только определенное количество затрат труда, материалов или накладных расходов, которые будут сокращены; возможно также, что контрольный пункт находится в центре технологического «узкого места», и, таким образом, наличие контроля непосредственно снижает производительность процесса, что приводит в итоге к сокращению прибыли. В этом случае дополнительное снижение прибыли должно быть добавлено к дополнительным затратам, связанным с проведением контроля, чтобы определить его общую стоимость.
3. *Определите степень важности контроля.* Если пункт контроля является всего лишь дополнительным по отношению к другой мере контроля, то удаление его может не оказать значительного влияния на способность компании контролировать свои активы. Однако если его удаление компенсировано только рядом более слабых мер контроля, то может быть лучше сохранить его.
4. *Подсчитайте отдачу от затрат на контроль.* Предыдущие два пункта можно сопоставить, чтобы посмотреть, перевешивает ли важность контроля затраты на него, или имеющийся набор мер контроля позволяет устранить данный пункт без значительных изменений в степени риска, и при этом устранить связанные с ним затраты.
5. *Проверяйте использование мер контроля, которые предполагается удалить.* Даже когда имеются явные причины для устранения контрольного пункта, полезно уведомить всех, кто участвует в процессе, в который встроен этот контрольный пункт, чтобы проверить, нет ли какой-то

иной функции, которую он выполняет. Например, контроль над продолжительностью цикла обработки может быть больше не нужен в качестве контрольного пункта, но является превосходным источником информации для того, кто отслеживает степень загрузки оборудования. В таких случаях, прежде чем устранять контроль, полезно определить его ценность для альтернативного пользователя. Может оказаться необходимым сохранить альтернативное использование перед тем, как контрольный пункт будет устранен.

Оценку системы контроля следует повторять всякий раз, когда происходит значительное изменение в схеме процесса. Даже если в течение какого-то времени не было явного изменения, то, вероятно, что в этот процесс было внесено большое число мелких изменений, чье кумулятивное влияние сделает необходимым пересмотр контроля. Период времени между такими пересмотрами будет различаться по отраслям, поскольку в некоторых из них происходит немного изменений за долгие годы, в то время как другие постоянно меняют свои модели бизнеса, что само по себе требует изменений в поддерживающих их процессах.

Если имеются какие-либо значительные изменения в модели бизнеса, например, добавление любых технологий, выход на новые рынки или появление новых продуктовых линий, следует провести полный анализ всех связанных с этим процедур, причем как до, так и сразу после изменений, чтобы иметь возможность быстро устранить ненужные виды контроля или усилить его слабые направления.

ВЫВОДЫ

Основное внимание этой главы было сосредоточено на конкретных пунктах системы контроля, которые могут быть добавлены к бухгалтерской системе для того, чтобы сократить риск потерь. Выбор этих мер контроля должен вытекать из оценки рисков, которым подвержена система учета, а также затрат на каждый пункт контроля и его влияния на общую эффективность каждой бухгалтерской процедуры. В крупных организациях постоянное изучение, отбор и установка контрольных пунктов могут вполне стать основной работой высококвалифицированного специалиста по процедурам. Небольшие компании, которые не могут позволить себе услуги такого специалиста, вероятно, попросят своих бухгалтеров проводить подобный анализ мер контроля, который следует проводить по четкому графику, чтобы удостовериться, что текущие незначительные изменения процедур адекватно поддерживаются правильными мерами контроля.

ГЛАВА 7

АУДИТ

Аудит необходим для подтверждения достоверности финансовой отчетности компании, которая включает в себя не только финансовые результаты, но и системы контроля и соблюдение морально-этических норм, лежащих в основе точной финансовой отчетности. Финансовый директор играет важную роль при проведении аудита, так как в силу своих должностных обязанностей выделяет ресурсы на его проведение, а также оказывает влияние на годовой план внутреннего аудита. Однако главное действующее лицо — ревизионная комиссия, состоящая из независимых директоров, подотчетных непосредственно совету директоров. Об этой комиссии рассказывается в следующем параграфе.

СОСТАВ РЕВИЗИОННОЙ КОМИССИИ

Ревизионная комиссия — это постоянно действующий орган при совете директоров, состоящий в основном из внешних директоров. Они не могут участвовать в управлении компанией, и среди них не должно быть ее бывших менеджеров. Цель этих ограничений — создать наиболее благоприятные условия для осуществления независимого контроля.

Как правило, комиссия состоит из трех-пяти человек, при этом не все члены обязаны иметь профессиональную подготовку по бухгалтерскому учету, аудиту или финансам. Гораздо важнее иметь нескольких директоров с хорошим практическим знанием отрасли, в которой работает компания. Используя свои знания особенностей ведения дел в отрасли, они способны выявить возможные слабые места в системе внутреннего контроля. Однако хотя бы один член комиссии должен обладать достаточными знаниями или опытом работы в области бухгалтерского учета и финансов. Комиссия должна собираться, по крайней мере, раз в квартал.

Финансовый директор редко является членом комиссии. Но в любом случае его следует приглашать на заседания, чтобы он мог проконсультировать членов комиссии по конкретным темам или ответить на вопросы, связанные с проблемами, выявленными во время проверки. Естественно, финансовый директор должен поддерживать постоянную связь с членами комиссии, чтобы

сообщать им о возможных изменениях в правилах бухгалтерского учета или учетной политике, которые могут оказать влияние на финансовую отчетность. Финансовый директор должен также консультировать членов комиссии по таким важным темам, как виды деятельности компании, учетная политика, юридические обязательства, представление отчетности и отраслевые особенности бухгалтерского учета.

Обычно начальник отдела внутреннего аудита подотчетен финансовому директору, но может подчиняться и ревизионной комиссии. Как правило, начальник отдела внутреннего аудита работает под руководством финансового директора, но при этом он в любое время может связаться с ревизионной комиссией. Такая система отчетности призвана обеспечить членам комиссии прямой доступ к результатам проверок и в то же время предоставить возможность начальнику отдела внутреннего аудита обращаться в комиссию, минуя финансового директора, если тот явно препятствует передаче результатов проверки.

Итак, ревизионная комиссия должна быть максимально независимой от команды менеджеров, но в то же время иметь возможность взаимодействовать с бухгалтерами и аудиторами компании, которые подчиняются руководству.

ФУНКЦИИ РЕВИЗИОННОЙ КОМИССИИ

Цель ревизионной комиссии — помогать совету директоров, обеспечивая надзор за процессом финансовой отчетности и соответствующими методами контроля. Комиссия не вправе принимать какие-либо решения — она лишь вырабатывает рекомендации для совета директоров, который может затем вынести этот вопрос на голосование. Конкретный перечень задач, решение которых возложено на ревизионную комиссию, может варьироваться, но, как правило, сводится к следующему:

Задачи, связанные с руководством компании

- *Проверка расходов руководства.* Проводится для выявления возможного нецелевого использования менеджерами денежных средств организации.
- *Проверка трансакций между компанией и командой менеджеров.* Проводится для определения лояльности менеджеров (менеджеры не обогащаются за счет компании и не ставят свои личные интересы выше интересов компании).

Задачи, связанные с привлечением внешних аудиторов

- *Рекомендации по привлечению внешних аудиторов.* Необходимы для привлечения действительно независимого аудитора, а не лица, которое тем или иным образом связано с компанией, что может повлиять на

результаты проверки финансовой отчетности. Кроме того, рекомендации ревизионной комиссии должны основываться на таких критериях, как опыт работы аудитора в данной отрасли, качество предоставляемых услуг, оказание им других услуг компании и сумма запрашиваемых гонораров за аудит.

- *Проверка выполнения рекомендаций аудитора.* Проводится в целях определения, что выявленные аудиторами проблемы решаются надлежащим образом командой менеджеров, что ведет к усилению контроля.
- *Рассмотрение споров между внешними аудиторами и командой менеджеров.* Необходимо для выяснения не оказывает ли руководство давление на аудиторов, чтобы те согласились с альтернативными бухгалтерскими операциями.
- *Проверка обоснованности привлечения внешних аудиторов к оказанию дополнительных услуг.* Проводится, чтобы выяснить, не возникла ли ситуация, при которой внешний аудитор оказывает компании настолько большой объем дополнительных услуг, что может быть в меньшей степени склонен вынести неблагоприятное аудиторское заключение, опасаясь, что от его дополнительных услуг откажутся.

Задачи, связанные с внутренним аудитом

- *Проверка обоснованности смены начальника отдела внутреннего аудита.* Необходима для определения, что начальник отдела внутреннего аудита заменен по веской причине, а не в связи с тем, что финансовый директор желает видеть на этом месте более уступчивого человека.
- *Проверка целей, планов работы, обучения и отчетов сотрудников отдела внутреннего аудита.* Необходима для определения, что усилия сотрудников отдела внутреннего аудита сосредоточены именно на тех сферах деятельности компании, где наиболее вероятны проблемы с внутренним контролем. Следует также проверить, имеют ли сотрудники отдела внутреннего аудита соответствующую профессиональную подготовку для проведения проверок. Детальная проверка ежегодного плана работы позволит определить, достаточно ли времени выделено начальником отдела на каждую проверку и обладает ли он достаточным штатом сотрудников для выполнения всех задач.
- *Проверка готовности содействовать внутренним аудиторам.* Проводится, чтобы выявить потенциальные факты мошенничества, поскольку недостаточное содействие является признаком того, что проверяемый возможно скрывает информацию от аудиторов.
- *Проверка планов мероприятий по преодолению последствий чрезвычайных ситуаций.* Необходима для определения, что были разработаны и проверены соответствующие планы мероприятий по преодолению последствий наиболее вероятных чрезвычайных ситуаций.

Задачи, связанные с финансовыми системами

- *Расследование мошенничества и других форм финансовых злоупотреблений.* Основанием для проведения прямого расследования той или иной ситуации может послужить информация об ошибках, намеренно допущенных в финансовых отчетах, или махинациях с имуществом компании.
- *Проверка соответствия корпоративных процедур законодательству и морально-этическим нормам.* Проводится, чтобы убедиться в том, что все корпоративные процедуры, независимо от того, насколько они связаны с финансовыми системами, осуществляются в соответствии с местным законодательством и корпоративными морально-этическими нормами.
- *Проверка наличия в финансовых отчетах полной информации, необходимой кредиторам.* Проводится, чтобы убедиться в том, что финансовая информация, необходимая кредиторам, доводится до их сведения своевременно и в нужной форме, и риск потери жизненно важных кредитных линий вследствие недостатка информации минимален.
- *Проверка всех отчетов, подготовленных для акционеров, включая специальные, на отсутствие противоречий в информации.* Проводится, чтобы убедиться в том, что информация, содержащаяся во всех отчетах, дает инвесторам объективное представление о финансовом положении компании. Особенно это касается специальных отчетов, в которых встречаются показатели иного рода, нежели величина чистой прибыли в финансовом отчете (например, прибыль до вычета процентов, налогов и расчета амортизации), а также оптимистических заявлений руководства, которые не всегда согласуются с информацией, представленной в стандартной финансовой отчетности.

Особый акцент ревизионная комиссия должна делать на *проверке* широкого диапазона финансовых операций, правда, с одним исключением. Ревизионная комиссия уполномочена *расследовать* факты мошенничества и других финансовых злоупотреблений, а не *проверять* результаты такого расследования, проведенного кем-то другим. Основанием для этой деятельности является то, что сотрудники компании могут быть причастны к мошенническим действиям, в которых, возможно, замешаны представители руководства, поэтому ревизионная комиссия лишь путем собственного расследования может провести беспристрастный анализ ситуации.

Таким образом, во всех случаях, за исключением расследования финансовых злоупотреблений, роль ревизионной комиссии заключается в проверке результатов ревизий, чтобы убедиться в том, что система финансовой отчетности компании достоверно отражает фактические результаты деятельности.

ЗАДАЧА ВНЕШНИХ АУДИТОРОВ

Главной функцией внешних аудиторов является подготовка заключения о достоверности информации, представленной в финансовой отчетности компании. Если они не подтверждают достоверность финансовой отчетности, то все оговорки должны быть изложены в сопроводительном письме. Аудиторы могут выдавать заключения трех типов:

1. *Безоговорочно положительное.* В заключении утверждается, что финансовая отчетность достоверно отражает финансовое положение, результаты деятельности и движение денежных средств компании.
2. *Положительное с оговорками.* В заключении утверждается, что за исключением конкретных пунктов, финансовая отчетность достоверно отражает финансовое положение, результаты деятельности и движение денежных средств компании.
3. *Отрицательное.* В заключении утверждается, финансовая отчетность недостоверно отражает финансовое положение, результаты деятельности и движение денежных средств компании. Когда выносится заключение такого типа, аудиторы должны перечислить основания для своих выводов и их влияние на финансовую отчетность.

Аудиторы также могут быть привлечены к проверке тех или иных разделов квартальной отчетности публичной компании. Ревизия такого типа более ограниченна по объему, чем полный аудит, и ее главной задачей является предоставление информации и отсутствие противоречий с ранее полученными сведениями, что может включать анализ сравниваемых показателей. Аудиторы могут также просмотреть протокол внеочередного заседания совета директоров или собрания акционеров, чтобы проверить, не обсуждались ли на нем вопросы, о которых должно быть упомянуто в квартальной отчетности. Они также могут запросить информацию о любых изменениях в системе бухгалтерских процедур, используемых при подготовке финансовой отчетности.

К заключению о финансовой отчетности внешние аудиторы обычно прилагают письмо в адрес руководства компании. В нем излагаются проблемы внутреннего контроля, обнаруженные аудиторами во время проверки, а также рекомендуемые ими изменения. Аудиторы всегда предварительно проверяют это письмо вместе с руководством, чтобы исключить любые неточности. Таким образом, финансовый директор имеет достаточно времени, чтобы выполнить рекомендации или подготовить ответ, прежде чем это письмо уйдет в совет директоров.

Частью работы внешних аудиторов является оценка системы внутреннего контроля компании, чтобы проверить, способствует ли она надлежащему отражению финансовых операций. Эта информация необходима для оценки степени надежности внутреннего контроля, позволяющей исключить некоторые аудиторские процедуры. Например, если аудиторы сочтут внутренний контроль

недостаточным, то потребуется более тщательная аудиторская проверка, и наоборот. Аудиторы тестируют систему внутреннего контроля, отслеживая по бухгалтерским записям ряд фактических операций и выясняя, были ли они отражены в учете последовательно и правильно. При обнаружении существенных недостатков в системе внутреннего контроля (т. е. таких, которые могли бы неблагоприятно сказаться на способности компании составлять точные финансовые отчеты), аудиторы должны сообщить о них ревизионной комиссии или совету директоров. Однако проверка процедур внутреннего контроля не является основной задачей внешних аудиторов, поэтому не следует полностью полагаться на их заявления относительно качества внутреннего контроля. Вместо этого, для дополнительного обеспечения эффективности внутреннего контроля следует использовать сотрудников отдела внутреннего аудита.

Внешние аудиторы должны тесно сотрудничать с ревизионной комиссией, поскольку именно она рекомендует тех или иных из них совету директоров и первой слышит о проблемах, вскрытых аудитом. По сути, наличие ревизионной комиссии укрепляет независимость внешних аудиторов от руководства компании. В крупных компаниях, где требуется постоянный аудит, внешние аудиторы должны встречаться с ревизионной комиссией хотя бы раз в квартал в частном порядке, чтобы рассмотреть все обнаруженные проблемы, а также обсудить уровень взаимодействия во время проведения проверки. Аудиторы могут также воспользоваться возможностью и обучить членов ревизионной комиссии соответствующим разделам общепринятых принципов бухгалтерского учета (GAAP), где может быть допущена субъективность в представлении финансовой отчетности, и показать, как команда менеджеров использует эти «серые области». Внешние аудиторы должны обсуждать с ревизионной комиссией не методы бухгалтерского учета, используемые командой менеджеров, а, скорее, насколько они подходят конкретной компании. Результатом этих обсуждений, возможно, будут указания совета директоров финансовому директору относительно надлежащего применения GAAP и ухода из «серых областей» бухгалтерского учета.

РАБОТА С ВНЕШНИМИ АУДИТОРАМИ

Из-за тесных связей между внешними аудиторами и ревизионной комиссией финансовый директор практически не имеет возможности влиять на процесс отбора аудиторов или контролировать их работу. Поэтому финансовому директору лучше всего как можно лучше сотрудничать с аудиторами. В рамках этой стратегии он должен приписывать к внешним аудиторам сотрудников отдела внутреннего аудита, чтобы они помогали проводить аудиторскую проверку. Во-первых, это позволит ускорить проведение проверки, а во-вторых, опытные внутренние аудиторы всегда будут готовы ответить на вопросы внешних аудиторов. Кроме того, благодаря участию сотрудников отдела внутрен-

него аудита счет на оплату аудиторских услуг будет снижен (поскольку часть работы была выполнена внутренними аудиторами). Другая тактика при той же стратегии заключается в том, чтобы изложить все изменения в учетной политике предприятия, произошедшие в текущем отчетном периоде, и подробно изучить их вместе с внешними аудиторами. Это позволит избежать недоразумений во время аудиторской проверки. Еще более эффективный подход состоит в том, чтобы поддерживать отношения с аудиторами в течение всего года, а не только во время проверки, и консультироваться с ними заранее, до осуществления запланированных изменений в учетной политике предприятия.

Возможно, что по окончании проверки аудиторы будут готовы представить заключение с оговорками или негативное заключение. Это должно вызвать глубокое беспокойство у финансового директора, поскольку в действительности это означает, что он неспособен организовать финансовую систему, которая давала бы точные результаты, или же он использует методы бухгалтерского учета, которые значительно отклоняются от GAAP. Поскольку инвесторы и кредиторы увидят аудиторский отчет, финансовому директору следует в целом принять любые рекомендуемые изменения, чтобы заработать положительное заключение.

Финансовый директор может подумать, что принятие этих рекомендаций потребует от него полной капитуляции и подчинения аудиторам. Но это не так, поскольку работа с аудиторами в течение года дает финансовому директору достаточно времени, чтобы поделиться с ними своими соображениями до начала формальной аудиторской проверки и, возможно, повлиять на их мнение о том, как следует применять GAAP в конкретных условиях компании. Таким образом, совместная работа с внешними аудиторами имеет огромное значение.

РОЛЬ ВНУТРЕННЕГО АУДИТА*

Начальник отдела внутреннего аудита обычно собирает запросы от ревизионной комиссии, финансового директора, генерального директора и других членов правления, и составляет предварительный план аудиторских проверок на следующий год. Если он проходит утверждение, то начальник отдела внутреннего аудита составляет график работ для различных ревизорских групп. После завершения работы ревизоры пишут отчет о результатах проверки, который направляется начальнику отдела, который, в свою очередь, рассылает его членам правления. Выводы аудиторов обычно приводят к системным изменениям, которые устраняют или смягчают невыявленные проблемы контроля. Аудиторские группы иногда проводят повторные проверки, чтобы выяснить, привели ли эти системные изменения к улучшению контроля.

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *The Controllers Function* by Roehl-Anderson and Bragg (John Wiley & Sons, 2000), pp. 33–35.

Ниже перечислено несколько возможных направлений аудиторских проверок, которые позволят финансовому директору получить представление о том, как решить проблемы контроля:

- *Кредиторская задолженность.* Убедитесь, что все платежи надлежащим образом санкционированы и подтверждены приемными документами. Также убедитесь в том, что не выплачиваются пени за просрочку платежей и что используются скидки за предварительную оплату, если ее размер превышает ставку стоимости капитала компании.
- *Дебиторская задолженность.* Убедитесь, что вся дебиторская задолженность надлежащим образом санкционирована и подтверждена документацией, а просроченная задолженность покрыта из резервов по сомнительным долгам, а не списана на себестоимость продаж. Убедитесь, что клиенты, воспользовавшиеся скидкой за предоплату, не рассчитываются в более длительные сроки, чем те, которые установлены для сделок такого рода.
- *Рекламные кредиты.* Убедитесь, что все кредиты, предоставленные на рекламную кампанию, подтверждаются копиями рекламных объявлений с четко проставленной датой публикации, а также сопроводительной документацией об оплате.
- *Контракты.* Убедитесь в наличии обновленных сведений по всем текущим контрактам, а также точного сводного списка всех контрактов, классифицированного по таким важным данным, как дата истечения, оговорки о штрафах и даты обновления.
- *Долг.* Убедитесь, что долговые платежи осуществляются своевременно, и пени не начисляются. Также следует убедиться в том, что проценты, начисленные кредиторами, соответствуют ставкам, указанным в кредитной документации, и не начисляются лишние суммы.
- *Авансовые отчеты.* Убедитесь, что указанные расходы соответствуют установленному в компании порядку возмещения командировочных и представительских расходов. Также убедитесь в том, что все авансовые отчеты были утверждены руководителями отделов и не включают расходов за слишком большое количество временных периодов.
- *Основные средства.* Убедитесь, что стоимость всех капитализированных активов превышает лимит отнесения активов к основным средствам, и применяется правильная норма амортизации. Убедитесь также, что капиталовложения санкционированы надлежащим образом, и что по каждому был проведен, проверен и утвержден анализ чистой приведенной стоимости.
- *Доход от грузовых перевозок.* Убедитесь, что всем клиентам правильно начислена стоимость транспортировки. Также убедитесь в том, что счета за перевозку соответствуют реальным грузам, доставленным перевозчиками.

- *Запасы.* Убедитесь, что точность учета материально-производственных запасов составляет хотя бы 95%, периодическая инвентаризация проводится своевременно, а лица, проводящие ее, выявляют причины допущенных ошибок. Следует убедиться в том, что запасы, принадлежащие клиентам, хранятся отдельно и не включены в оцененные запасы. Убедитесь, что стоимость всех запасов надлежащим образом подтверждена документацией об их фактической себестоимости.
- *Оплата труда.* Убедитесь, что все изменения окладов и премий служащих надлежащим образом санкционированы, а все нормативные требования к ведению их личных карточек, таких как форма проверки I-9, заполнены и имеются в документах работника. Также убедитесь в том, что все вычеты из зарплаты сотрудников подтверждаются юридическими документами, а лица, начисляющие заработную плату, осведомлены о сроках прекращения этих вычетов.
- *Ценообразование.* Убедитесь, что для клиентов правильно установлены цены, основанные на прейскурантах, в которых заданы объем и сроки поставки.
- *Выставление счетов на оплату товаров.* Убедитесь, что счета выставлены на весь отгруженный товар. Также убедитесь, что все счета выставлены не позднее, чем на следующий день после отгрузки.
- *Выставление счетов на оплату услуг.* Убедитесь, что счета на услуги выставлены не позднее, чем на следующий день после выполнения работ, или в соответствии с заранее принятым графиком выставления счетов, а также в том, что услуги, на которые выставлены счета, подтверждаются документацией.

Рекомендуемые внутренние проверки, перечисленные выше, являются стандартными и применяются в большинстве отраслей. Финансовый директор должен также проверять специализированные системы компании, которые требуют особого внимания, и разрабатывать дополнительные программы аудита, чтобы убедиться в эффективности его методов.

Можно также попросить начальника отдела внутреннего аудита провести ряд *рабочих проверок*, которые могут касаться любой сферы деятельности. Их цель — оценка результативности и эффективности работы в данной области, а также выработка рекомендаций по усовершенствованию процедур. Примерами рабочих проверок могут быть проверка методов осуществления закупок, набора персонала и анализ эффективности управления. Рабочая проверка может быть проведена по инициативе менеджера, желающего получить внешнее заключение о работе своего отдела, или старших руководителей, которые могут искать внутренние резервы для улучшения работы компании.

Другой формой аудита является *проверка соответствия*, когда сотрудники отдела внутреннего аудита проверяют соответствие компании как собственным внутренним регламентам, так и требованиям внешних регулирующих органов,

таких как Комиссия по ценным бумагам и биржам, Налоговая служба или Министерство труда. Инициатором этих проверок редко выступает кто-либо из компании, поэтому начальник отдела внутреннего аудита должен выделить на них определенное время в ежегодном плане аудита, и регулярно проводить проверки соответствия как внутренним, так и внешним требованиям.

Можно также поручить сотрудникам отдела внутреннего аудита разработать рекомендации об *упразднении* каких-либо пунктов контроля на том основании, что они слишком дорогостоящие по сравнению с уровнем обеспечиваемого контроля. В этой ситуации внутренние аудиторы должны определить, в какой мере эти пункты могут быть заменены другими в рамках данной финансовой системы. Если другие методы контроля смогут заполнить образовавшийся пробел, тогда этот пункт можно снимать. Однако внутренние аудиторы должны также учитывать всю серьезность последствий разрушения отлаженной системы контроля в данной области. Если уровень потенциального риска оценивается миллионами долларов, то разумнее сохранить данный пункт контроля. Наконец, необходимо провести оценку стоимости, чтобы определить экономическую эффективность упразднения данного пункта. Определение экономической эффективности может включать и оценку воздействия пункта контроля на эффективную обработку трансакций — если он является препятствием для повышения эффективности, его следует упразднить. Короче, внутренние аудиторы, принимая решение о возможности упразднения того или иного пункта контроля, должны сопоставить ряд компенсирующих проблем.

В дополнение к их основным задачам, сотрудников отдела внутреннего аудита часто просят помочь внешним аудиторам во время проверки финансовых отчетов компании. Внутренних аудиторов могут попросить выполнить любую работу, которая уменьшит объем работ внешних, что, соответственно снижает гонорары последних. При крупных ревизиях это может обеспечить существенное сокращение расходов. На сотрудников отдела внутреннего аудита можно возложить такие задачи, как сбор данных, которые будут анализировать внешние аудиторы, заполнение стандартных аудиторских документов и помощь при сверке проводок.

УПРАВЛЕНИЕ ВНУТРЕННИМ АУДИТОМ*

Начальник отдела внутреннего аудита, как правило, подотчетен финансовому директору, и ему разрешен прямой выход на ревизионную комиссию. Также вполне обычна ситуация, когда он подчиняется непосредственно ревизионной комиссии, что устраняет любую возможность для приостанов-

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Controllership* by Willson, Roehl-Anderson, and Bragg (John Wiley & Sons, 1999), pp. 152–154.

ления финансовым директором аудиторской программы, отказав в выделении запланированных средств.

В отделе внутреннего аудита обычно работает несколько менеджеров, подчиняющихся начальнику отдела и являющихся специалистами в различных областях аудита. Например, аудит информационных технологий почти всегда проводится небольшой группой высококвалифицированных специалистов, в то время как финансовый, регламентный и операционный аудит обычно распределяется между разными командами. Если компания имеет много региональных отделений, то могут быть региональные аудиторы, ответственные за проверки в своем регионе и координирующие аудиторскую работу с руководителями других подразделений по проектам, которые охватывают крупные области.

Главным инструментом управления внутренним аудитом является годовой план аудиторских мероприятий. Обычно этот документ содержит список всех аудиторских проверок, которые должны быть проведены в течение года, а также краткое описание целей каждой проверки. Например:

Проверка метода отражения добавлений, изменений и выбытия основных средств в бухгалтерском учете на заводе в Andersonville Цель ревизии — проверка соблюдения надлежащего лимита капитализации, документального подтверждения и обоснованности изменений в учете основных средств вследствие добавлений, правильность отражения выбытия и обоснованность цены реализации активов.

Хотя это описание целей аудита дает хорошее представление о том, что нужно делать во время аудиторской проверки, оно не содержит дополнительных сведений, например, количества часов, выделенных для проведения этих работ, фамилий исполнителей или сроков проведения. Это требует более детального годового бюджета аудита, например как в табл. 7.1. Главные статьи этой сметы — количество часов, выделенных на проведение каждой проверки, и примерный период времени, в течение которого она будет проводиться. При составлении плана начальник отдела внутреннего аудита должен убе-

Таблица 7.1. **Образец сметы внутреннего аудита**

Отделение	Проект	Количество часов	Начало	Завершение	Исполнители
Денвер	Основные средства	240	01/01/xx	02/15/xx	Смит/Джонс
Денвер	Выставление счетов	280	01/01/xx	02/21/xx	Барнэби / Грэйнджер
Бостон	Авансовые отчеты	120	02/16/xx	03/31/xx	Смит/Джонс
Чикаго	Заработная плата	320	04/01/xx	05/15/xx	Смит/Джонс
Чикаго	Основные средства	280	02/22/xx	03/07/xx	Барнэби / Грэйнджер
Атланта	Авансовые отчеты	120	05/16/xx	06/30/xx	Смит/Джонс
Атланта	Выставление счетов	240	03/08/xx	04/21/xx	Барнэби / Грэйнджер

диться, что имеется достаточно средств для проведения аудиторской проверки, группы аудиторов не дублируют друг друга (или не повторяют недавно проведенных ревизий) и, что поставленные задачи реальны с учетом размера систем, которые подвергаются проверке.

Имея смету внутреннего аудита, финансовый директор может лучше контролировать работу отдела. Цифры сметы позволяют использовать следующие виды контроля:

- Сравнение запланированных и фактических часов работы.
- Сравнение запланированных и фактических дат начала и окончания работы.
- Сравнение запланированного и фактического количества исполнителей.

Помимо этих видов контроля существует множество других, которые финансовый директор может использовать в конкретных ситуациях. Например:

Контроль планирования

- Сравните плановые задачи отдела с его фактической деятельностью.
- Убедитесь, что имеется отвечающий современным требованиям сборник инструкций и процедур, который наглядно показывает, как должна проводиться аудиторская работа.
- Убедитесь, что аудиторы имеют достаточную подготовку для проведения конкретных видов аудита.
- Убедитесь, что в отделе работает достаточное количество сотрудников для выполнения запланированных задач.
- Проверьте перечень запланированных проверок, чтобы убедиться в отсутствии недостатка внимания к конкретным областям, таким как проверка бухгалтерских, электронных или операционных методов контроля.
- Убедитесь, что отдел проверяет, встроены ли пункты контроля в новые проекты компьютерных систем.
- Убедитесь, что запланированы проверки соблюдения морально-этических норм компании.
- Убедитесь, что сотрудники отдела внутреннего аудита оказывают помощь внешним аудиторам в их работе.

Контроль деятельности

- Проверьте рабочие документы, чтобы убедиться, что аудиторская проверка проведена настолько тщательно, насколько это возможно.
- Проверьте по аудиторским отчетам проделанную работу, обнаруженные замечания и представленные рекомендации.

- Просмотрите объяснения подразделений, которые были объектом проверки.
- Убедитесь, что ревизионная комиссия удовлетворена работой подразделений и отслеживает любые недостатки.

Контроль исполнения

- Убедитесь, что не установлено никаких фактов нарушений деятельности подразделений, обусловленных поведением проверяемых, и доведите результаты до сведения ревизионной комиссии для принятия мер.
- Убедитесь, что рекомендации ревизионной комиссии выполняются.

Используя все использовавшиеся методы контроля, финансовый директор может создать результативную систему управления, которая приведет к высокоэффективной работе отдела внутреннего аудита.

ВЫВОДЫ

Аудит — это проверка имеющихся в наличии финансовых систем. По сути, аудиторы проверяют системы, за которые несет ответственность финансовый директор. В связи с выполнением контрольной функции недопустимо, чтобы финансовый директор отвечал за выбор внешней аудиторской фирмы или непосредственно контролировал план работ отдела внутреннего аудита. В противном случае, финансовый директор проверял бы самого себя, что привело бы к очень негативным выводам ревизоров. Хотя цель этой книги — помочь финансовому директору в его работе, данная глава в действительности описывает, почему финансовому директору *не следует* иметь прямого контроля над аудиторами. Проницательный финансовый директор поймет, что такое отсутствие контроля — великое благо и повод использовать его в качестве козыря перед инвесторами, так как такая позиция является веским доказательством силы и честности финансовых систем компании.

ГЛАВА 8

ОТЧЕТНОСТЬ ПЕРЕД КОМИССИЕЙ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ И БИРЖАМ

Финансовый директор любой публичной компании должен иметь дело с Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC), как минимум, на ежеквартальной основе, а зачастую даже еженедельно, причем по широкому кругу вопросов. Учитывая частоту взаимодействия, полезно иметь общее представление о SEC, а также ознакомиться с основными законами, в соответствии с которыми она осуществляет свои полномочия, ее важнейшими инструкциями и наиболее распространенными формами отчетности, представляемой публичными компаниями в SEC.

КРАТКИЙ ОБЗОР*

SEC была создана как реакция на обвал фондового рынка в октябре 1929 г. Учитывая значительную потерю капитализации в результате падения котировок, федеральное правительство пришло к выводу, что необходима высокая степень регулирования рынков ценных бумаг, чтобы последующее повышение доверия публики к рынкам, в конечном счете, восстановило их.

В 1933 и 1934 гг., после ряда слушаний в Конгрессе о том, какие конкретные формы регулирования соответствуют этой цели, были приняты Закон о ценных бумагах и Закон о фондовых биржах. Как отмечено далее в этой главе, эти два закона были направлены на значительное увеличение объема информации, представляемой компаниями-эмитентами (особенно о характе-

---

* Описание SEC, законов о ценных бумагах и инструкций в этой главе взято в переработанном виде с разрешения издательства из гл. 6 справочника *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002).

ре их деятельности и связанных с этим инвестиционных рисках), а также на усиление контроля со стороны государства. Контроль был сосредоточен как на регулировании рынков, где осуществляется продажа ценных бумаг, так и на деятельности брокеров и инвестиционных консультантов, работающих с инвесторами при приобретении и продаже ими ценных бумаг. Обеспечение раскрытия эмитентами информации стало ключевой функцией SEC, которая требует своевременного представления ей эмитентами всей существенной финансовой информации, которая оперативно делается общедоступной через онлайновую базу данных EDGAR — систему электронного сбора, анализа и поиска информации (см. далее в этой главе).

SEC была создана на основании закона 1934 г. с целью контроля за исполнением этих новых законов. Позднее, с принятием других законов, SEC была наделена более широкими полномочиями, в частности, по надзору за деятельностью холдинговых компаний коммунальных услуг и взаимных фондов. SEC обладает значительной исполнительной властью, подкрепляющей ее регулирующую и контрольную функции, и возбуждает около 500 гражданских надзорных исков в год против физических лиц и коммерческих организаций, нарушающих законы о ценных бумагах.

ЗАКОН О ЦЕННЫХ БУМАГАХ 1933 г.

Согласно закону о ценных бумагах 1933 г., компании, выпускающие ценные бумаги для размещения среди неограниченного круга лиц, должны раскрывать для инвесторов информацию о своем финансовом положении и иную существенную информацию. При этом не допускается предоставление заведомо ложной или искаженной информации. Раскрытие информации осуществляется путем регистрации информации о ценных бумагах в SEC, которая проверяет представленную информацию на предмет соответствия требованиям этого закона в отношении раскрытия информации. Важно отметить, что этот закон касается в основном раскрытия информации только при первичном предложении ценных бумаг, а не последующих обновлений информации по ценным бумагам (что регулируется законом о фондовых биржах 1934 г.).

В ряде случаев соблюдение требований о раскрытии информации необязательно. Регистрация в SEC не требуется, когда объем выпуска небольшой, когда эмитентом является орган исполнительной власти муниципального образования, штата или федеральное правительство, или когда предложение ограничено небольшим числом инвесторов.

Информация, направляемая в SEC, содержит важные сведения об имуществе и коммерческой деятельности компании-эмитента, ценных бумагах, предназначенных для продажи, информацию о команде менеджеров и аудированную финансовую отчетность.

Если инвестор может доказать, что информация, предоставленная эмитентом, является неполной или неточной, то инвесторы вправе потребовать от компании возврата вложенных средств.

ЗАКОН О ФОНДОВЫХ БИРЖАХ 1934 г.

Этот закон создал SEC, предоставив ей полномочия регулировать деятельность многих участников фондового рынка, таких как фондовые биржи (например, Нью-Йоркская фондовая биржа и Национальная ассоциация дилеров фондового рынка), клиринговые организации, брокерские фирмы и трансфер-агенты. Закон обязывает этих участников рынка зарегистрироваться в SEC и регулярно представлять обновляемую отчетность. Торговля ценными бумагами на биржах, не прошедших регистрацию в SEC, запрещена законом. Саморегулируемые организации (например, Национальная ассоциация дилеров фондового рынка) должны устанавливать правила, гарантирующие, что интересы инвесторов, которые заключают сделки с членами этих организаций, защищены в достаточной мере.

Закон требует, чтобы фирмы с активами более 10 млн. долл. и числом инвесторов свыше 500 предоставляли как годовые отчеты, так и ряд других дополнительных отчетов. Этот закон также требует от любого, кто хочет приобрести более 5% ценных бумаг какой-либо компании путем тендерного предложения или прямой покупки, раскрывать информацию о себе для SEC (*это положение было введено в закон поправкой 1970 г.*).

Закон также устанавливает правила в отношении видов информации, включаемой в бланки доверенностей, используемые для получения голосов акционеров при избрании директоров или принятии других корпоративных решений. Если не вдаваться в подробности, в таких материалах должны быть раскрыты все важные факты относительно вопросов, выносимых на голосование акционеров. Они должны быть представлены в SEC до их направления акционерам, чтобы комиссия могла удостовериться, что их содержание соответствует правилам раскрытия информации, предусмотренным законом.

Закон также предоставляет Совету управляющих Федеральной резервной системы право определять допустимые кредитные лимиты при покупке ценных бумаг с маржевого счета. Он требует от брокеров-дилеров получать письменное согласие инвесторов, прежде чем давать в кредит любые ценные бумаги, находящиеся на счете инвестора. Целью этих мер было избежать массовых разорений, которые произошли во время краха фондового рынка в 1929 г., когда инвесторы, активно скупавшие акции в кредит, потеряли весь свой капитал.

Закон также запрещает инсайдерские операции с ценными бумагами, когда лицо приобретает или продает ценные бумаги, используя конфиденциальную информацию, особенно если это лицо имеет фидуциарное обязатель-

ство воздерживаться от торговли. Поправка 1984 г. запрещает должностным лицам и директорам компании «шортить» ценные бумаги, выпущенные их компаниями. Они также обязаны сообщать о количестве ценных бумаг своих компаний, которыми они владеют, и обо всех изменениях в их владении, если доля, принадлежащая им, превышает 10% от общего количества именных ценных бумаг.

Закон также запрещает манипулирование рынком путем создания ложного впечатления о большом объеме торговых операций с акциями, распространения ложной информации о возможных изменениях котировок, искусственного сдерживания или вздувания цен и распространения ложных заявлений в отношении ценных бумаг.

ИНСТРУКЦИЯ S-X

Эта инструкция является основной и используется SEC для контроля за формой и содержанием финансовой отчетности, представляемой эмитентами ценных бумаг. Инструкция содержит типовые формы финансовой отчетности, а также сроки ее подачи в SEC.

Это очень важная инструкция для всех публичных компаний. Ознакомиться с ее полным текстом можно на веб-сайте SEC: www.sec.gov/divisions/corpfin/forms. Инструкция содержит также специальные формы финансовой отчетности для отдельных отраслей, таких как инвестиционные компании, банковские холдинги и страховые компании. В целях экономии места они не приведены здесь. Ниже следует краткое изложение основных статей данной инструкции:

- *Статья 2: Квалификация и отчеты бухгалтеров.* SEC не признает сертифицированным бухгалтером (Certified Public Accountant, CPA) лицо, которое в настоящее время не имеет разрешения на ведение профессиональной деятельности в штате, на территории которого расположен его (ее) офис. Также не считается независимым сертифицированный бухгалтер, являющийся на момент проведения аудита акционером, руководителем или учредителем проверяемой организации. Отчет сертифицированного бухгалтера должен быть датирован и заверен собственноручной подписью. Отчет должен содержать указание на то, что он подготовлен в соответствии с общепринятыми принципами бухгалтерского учета (GAAP), к нему должна быть приложена итоговая часть аудиторского заключения и подробное описание всех выявленных отступлений от вышеуказанных принципов.
- *Статья 3: Основные указания относительно финансовой отчетности.* В бухгалтерском балансе должны быть приведены данные за последний отчетный год и за год, предшествующий отчетному, а в отчете

о прибылях и убытках и отчете о движении денежных средств — за последний отчетный год и за три года, предшествующих отчетному. При составлении промежуточной финансовой отчетности начисления, показанные в годовых отчетах, должны быть сделаны и в отчетах за более короткие отчетные периоды. Изменения в акционерном капитале должны быть раскрыты в примечании или в отдельном отчете. Финансовая отчетность дочерних и зависимых обществ может быть представлена в SEC в сводном (консолидированном) формате, если в течение отчетного периода компании находились под общим контролем и управлением. Предусмотрен ряд критериев, определяющих как необходимость представления сводных данных, так и количество отчетных периодов, за которые необходимо представить сводную (консолидированную) финансовую отчетность. Если компания не ведет активной деятельности (доходы и расходы не превышают 100 000 долл. и существенных изменений в коммерческой деятельности или ценных бумагах не наблюдается), представленная отчетность может не проверяться. Предусмотрены также специальные требования к отчетности иностранных частных компаний-эмитентов, фондов доверительного управления инвестициями в недвижимость и управляющих инвестиционных компаний.

Статья 3а: Консолидированная и сводная финансовая отчетность. В целях составления отчетности, компания объединяет в отчете показатели коммерческих организаций, контрольным пакетом акций которых она владеет, и не должна делать этого, если контрольный пакет ей не принадлежит. Составление консолидированного отчета также возможно, если даты окончания финансового года у разных компаний группы не разнятся более чем на 93 дня. Результаты по операциям между компаниями группы не включаются в консолидированную отчетность. При включении в консолидированную отчетность финансовых результатов иностранного филиала следует учитывать влияние валютных ограничений.

Статья 4: Общепринятые правила. Финансовая отчетность, подготовленная не в соответствии с общепринятыми принципами бухгалтерского учета GAAP, считается неточной или вводящей в заблуждение. Если отчитывающаяся организация находится за рубежом, она может использовать другой набор правил бухгалтерского учета, отличный от GAAP, но должна представить сверку этой финансовой отчетности с отчетностью по GAAP. Пояснения к отчетам, дублирующие друг друга, могут быть представлены один раз при наличии в отчетах достаточного количества перекрестных ссылок на эти пояснения. Суммы налогов на прибыль, подлежащие уплате в США и в других государствах, показываются в отчете раздельно, если доля иностранного компонента превышает 5%. Также должно быть приведено согласование между отчетной

суммой налога на прибыль и величиной, определяемой умножением чистой прибыли на законодательную ставку налога. В этом параграфе содержится также подробный обзор правил финансовой отчетности нефте- и газодобывающих компаний.

- *Статья 5: Торговые и промышленные компании.* В этой статье дается описание отдельных статей финансовых отчетов и пояснения к ним. *Бухгалтерский баланс* должен содержать следующие показатели:
  - — Денежные средства
  - — Вложения в ликвидные ценные бумаги
  - — Дебиторская задолженность и векселя полученные
  - — Резерв по сомнительным долгам
  - — Доходы будущих периодов
  - — Материально-производственные запасы
  - — Расходы будущих периодов
  - — Прочие затраты
  - — Прочие инвестиции
  - — Основные средства и начисленная амортизация
  - — Нематериальные активы и начисленная амортизация
  - — Прочие активы
  - — Кредиторская задолженность и выданные векселя
  - — Прочие краткосрочные обязательства
  - — Долгосрочные займы и кредиты
  - — Доля миноритарных акционеров (только в пояснениях)
  - — Привилегированные акции с правом погашения и без
  - — Обыкновенные акции
  - — Прочий акционерный капитал.

  В *отчет о прибылях и убытках* включаются.
  - — Выручка от реализации
  - — Себестоимость реализации
  - — Операционные расходы
  - — Коммерческие расходы
  - — Управленческие расходы
  - — Прочие общехозяйственные расходы
  - — Внереализационные доходы
  - — Проценты
  - — Внереализационные расходы
  - — Прибыль (убыток) до налогообложения
  - — Налог на прибыль
  - — Доля миноритарных акционеров в консолидированной прибыли дочерних компаний
  - — Долевое участие в прибыли неконсолидированных дочерних компаний
  - — Прибыль (убыток) от обычной деятельности

— Результаты по прекращаемой деятельности
— Прибыль (убыток) до чрезвычайных статей
— Чрезвычайные статьи
— Общий эффект от изменений в принципах бухгалтерского учета
— Чистая прибыль (убыток)
— Прибыль на одну акцию

- *Статья 6А Приобретение акций служащими компании, сбережения и другие аналогичные программы* При наличии программ такого рода необходимо представить финансовый отчет, содержащий следующие показатели:
  — Инвестиции в ценные бумаги работодателей
  — Инвестиции в ценные бумаги эмитентов, не являющихся дочерними компаниями
  — Инвестиции
  — Дивиденды и проценты начисленные
  — Денежные средства
  — Прочие активы
  — Обязательства
  — Резервы и прочие кредиты
  — Капитал программы и сальдо на конец периода

  Эти программы должны включать в свои отчеты о доходах и о капитале следующие статьи:
  — Чистый доход от инвестиций
  — Реализованный Прирост (убыток) капитала
  — Балансовый прирост (обесценение) инвестиций
  — Взносы и депозиты
  — Капитал программы на начало отчетного периода
  — Капитал программы на конец отчетного периода

- *Статья 10: Промежуточная финансовая отчетность.* Промежуточную отчетность не обязательно аудировать. В бухгалтерском балансе приводятся показатели только по группам статей (без детализации), за исключением данных по материально-производственным запасам, которые должны быть показаны с расшифровкой по статьям сырья и материалов, незавершенного производства и готовой продукции — в балансе либо в примечаниях к нему. Все активы, стоимость которых составляет менее 10% от общей стоимости имущества и не изменилась более чем на 25% с конца финансового года, предшествующего отчетному, могут быть сгруппированы в отдельной статье. Если величина какой-либо статьи отчета о прибылях и убытках составляет менее 15% чистой прибыли, полученной в любом из трех предшествующих лет, и не изменилась более чем на 20% по сравнению с предыдущим годом, ее можно объединить с другой статьей отчета. Любые существенные

изменения в коммерческой деятельности компании, произошедшие после окончания финансового года, должны быть раскрыты в пояснениях к отчету.

- *Статья 11: Плановая финансовая информация* Плановая финансовая информация необходима в тех случаях, когда компания участвует в слиянии или объединении на основе бухгалтерского учета капитала, или на основе бухгалтерского учета покупной цены, или если ценные бумаги компании используются для покупки другого предприятия. Она также необходима, если существует реальная вероятность выделения, продажи, либо отказа от некоторой части или всего бизнеса Предоставляемая информация должна состоять из планового бухгалтерского баланса, обобщенного отчета о прибылях и убытках и пояснений к ним. Представленные отчеты должны показывать финансовые результаты, исходя из допущения, что планируемая сделка осуществлена в начале финансового года, и должна включать чистую прибыль или убыток от обычной деятельности до того, как указывается влияние данной сделки.
- *Статья 12: Форма и содержание дополнительной информации* В этой статье описывается форма предоставления дополнительной информации, включая планы оценочных и квалификационных счетов. Статья также содержит формы представления информации управляющими инвестиционными компаниями, в том числе следующие отчеты инвестиции в ценные бумаги неаффилированных эмигентов, инвестиции в «короткие» позиции по ценным бумагам, открытые «короткие» опционные контракты, инвестиции в иные активы, инвестиции в дочерние компании и выданные им авансы, краткое резюме инвестиций, информация о страховании, перестраховании и прочая информация.

Инструкция S-K

В этой инструкции содержатся правила по заполнению форм для SEC на основании Закона о ценных бумагах 1933 г., Закона о фондовых биржах 1934 г. и Закона о государственной политике в области энергетики и энергосбережения 1975 г. Основное внимание уделяется содержанию нефинансовых отчетов, которые должны быть представлены в SEC, в частности:

- Описание общего развития бизнеса за последние пять лет
- Финансовые показатели и подробная характеристика отдельных сегментов деятельности за каждый год из трех последних лет
- Финансовые показатели по географическим сегментам деятельности за каждый год из трех последних лет

- Основные виды имущества, находящегося в собственности компании, а также местонахождение этого имущества
- Оценки балансовых запасов нефти или газа
- Любые судебные разбирательства, происходящие в настоящее время, как инициированные самой компанией, так и те, которые были возбуждены против компании
- Основные рынки, на которых выставляются на торги обыкновенные акции компании каждого класса
- Приблизительное число владельцев обыкновенных акций каждого типа
- Объявленный размер дивидендов по каждому типу обыкновенных акций и время их выплаты за два последних года
- Описание всех ценных бумаг, предложенных к продаже
- Ключевая финансовая информация в табличной форме за последние пять лет
- Избранная квартальная финансовая информация за последние два года
- Комментарии руководства относительно ликвидности, капитальных ресурсов и результатов деятельности
- Существенные изменения в течение промежуточного отчетного периода
- Любая замена внешнего аудитора за последние два года
- Рыночный риск, связанный с торговыми инструментами, и управление этими рисками
- Параметры и информация о производных финансовых инструментах
- Фамилия, возраст и должность каждого из директоров компании
- Фамилия, возраст и должность каждого из членов правления
- Заработная плата генерального директора и четырех наиболее высокооплачиваемых лиц (но только в том случае, если общая сумма выплат им превышает 100 000 долл.). В этом отчете следует отдельно указывать оклад, премии, опционы и пенсионные начисления.

Инструкция содержит также требования к проспекту эмиссии и перекрестные ссылки на ряд отраслевых справочников, которые содержат дополнительную, более подробную информацию об отчетности. Имеются отраслевые справочники для нефтегазовой отрасли, банковских холдингов, товариществ с ограниченной ответственностью по управлению недвижимостью, страхованию имущества и горнодобывающей промышленности. Инструкция S-K содержит главные требования к отчетной информации, которую должны представлять публичные компании, а поэтому им следует изучать ее очень внимательно.

ИНСТРУКЦИЯ S-B

Эта инструкция аналогична Инструкции S-K, поскольку содержит перечень конкретной информации, которую эмитенты должны периодически направлять в SEC. Однако эта инструкция устанавливает сжатый перечень правил предоставления информации небольшими компаниями, которые не в состоянии выполнять более обширные требования S-K Будучи малым предприятием, эмитент обязан предоставить заявление о регистрации по форме SB-2 или форме 10-SB. Эти менее строгие требования распространяются на те компании, доход которых не превышает 25 млн долл., при условии, что они работают в США или Канаде и не являются инвестиционными компаниями Если речь идет о дочерней компании, то головная компания тоже должна соответствовать критериям малого предприятия. Кроме того, ее рыночная капитализация, рассчитанная по котировкам ее ценных бумаг в течение 60 дней после предыдущего финансового года, не должна превышать 25 млн долл. Наконец, компания должна соответствовать этим критериям в течение двух лет до регистрации в качестве эмитента — малого предприятия.

ИНСТРУКЦИЯ FD

Недавно SEC выпустила новую инструкцию под названием «Добросовестное раскрытие информации» (Инструкция FD). Она предназначена для предотвращения раскрытия существенной информации избранным лицам, например, специалистам по ценным бумагам, когда эта информация не раскрыта всему инвестиционному сообществу. Предполагается, что положения этой инструкции помешают аналитикам скрывать эту информацию от широкой общественности (поскольку аналитику больше не смогут передавать особую информацию). Инструкция FD может ограничить размеры инсайдерской торговли, которая выросла на основе непубличной информации.

По существу, данная Инструкция требует от эмитента публично раскрывать существенную информацию — либо через SEC, либо иным широким, неэксклюзивным способом, например, через Интернет или путем выпуска пресс-релизов. Если по ошибке происходит утечка важной информации, эмитент обязан незамедлительно раскрыть ее широкой общественности. Эти правила не распространяются на взаимодействие эмитента с прессой, рейтинговыми агентствами, а также на связи с деловыми партнерами в рамках обычной деятельности, например, с клиентами или поставщиками. Эта инструкция не применяется и к иностранным эмитентам. В то же время, ее положения распространяются на любые информационные контакты с теми, кто профессионально работает на рынках ценных бумаг, а также с держателями

ценных бумаг компании. Чтобы не заставлять компанию следить контролировать связи всех ее работников, правила касаются только высшего руководства, сотрудников, имеющих контакты с инвесторами, и всех, кто работает в компании и регулярно взаимодействует с держателями ее ценных бумаг или теми, кто работает на фондовых рынках.

Если эмитент нарушает эту инструкцию, то SEC может начать административное расследование, результатом которого может стать приказ о прекращении противоправного действия, либо предупреждение или даже административные наказания.

До сих пор публичные компании приспосабливались к этим правилам двумя способами. Во-первых, некоторые компании сократили объем информации, предоставляемой аналитикам или широкой общественности, полагая, что полное неразглашение информации не противоречит Инструкции FD. Особенно это касалось информации о доходах и ограничения закрытых обсуждений с аналитиками. Следуя такому подходу, некоторые компании устанавливают «период молчания» на несколько недель, предшествующих дате объявления прибыли, что исключает любую возможность того, что руководство допустит утечку данной информации до этой даты.

Второй подход состоит в том, чтобы буквально наводнить рынок информацией с расчетом, что аналитики будут располагать ею в достаточном объеме, и дополнительная информация им уже не понадобится. Тем самым будет предотвращена любая возможность для закрытых встреч, где могут быть нарушены правила FD. Этот подход привел к росту выпуска отчетов 8-K, где подробно излагаются все вопросы, которые могут заинтересовать инвесторов. Поступая так, компании, конечно, увеличивают объем доступной информации, но не ее качество.

Другие компании придерживаются среднего между этими двумя подходами — они получают у аналитиков вопросы в письменном виде, а ответы на них размещают на веб-сайте компании в течение нескольких дней. Этот интересный подход предотвращает возможность того, что при ответе на устные вопросы будет разглашена дополнительная информация, которая не предназначена для широкой общественности, и в то же время он информирует всех инвесторов об ответах на вопросы аналитиков.

Если нет дополнительных указаний от SEC, финансовый директор может использовать любой из этих подходов. Принимая во внимание, что главной целью Инструкции FD является уменьшение потока информации, предоставляемой небольшому числу аналитиков, можно заключить, что лучший способ добиться этого — вообще не раскрывать информацию, сведя ее распространение к минимуму. Однако, в интересах полного и справедливого раскрытия информации всем инвесторам, более эффективный подход — предоставлять ее всем инвесторам, в то же время воздерживаясь от раскрытия определенных сведений, из которых конкуренты могут извлечь выгоду.

Формы SEC

SEC требует от публичных компаний заполнять разнообразные формы после совершения определенных сделок. В этом параграфе мы описываем наиболее используемые формы и даем таблицу, показывающую, какая информация требуется для каждой формы, а также приводим содержание каждого требования, отмеченного в таблице. Более подробно требования к этим формам рассматриваются в томе 17, главе II Кодекса федерального регулирования. Эту информацию можно получить через Интернет на сайте *www access.gpo.gov*, загрузив ее в текстовом формате или формате PDF.

Форма 10-К — главная форма для годовых отчетов, которую SEC требует от большинства компаний, выпускающих именные ценные бумаги для размещения среди неограниченного круга лиц в соответствии с Законом о биржах 1934 г. Она должна быть подана в SEC в течение 90 дней после окончания финансового года, хотя форма с уточнениями и поправками может быть подана на 30 дней позже. *Форма 10-Q* для квартальных отчетов должна отражать изменения в финансовом положении компании, а также ряд других событий, которые произошли со времени подачи последней *формы 10-К*. Она подается в течение 45 дней после окончания первых трех финансовых кварталов. Периодическая *форма 8-К* предоставляется непосредственно после важных событий, таких как банкротство, слияние или поглощение, отставка директора, изменение собственников, смена аудиторов или подача судебного иска. Как правило, форма подается сразу после наступления события, представляющего интерес для предусмотрительного инвестора. Форма подается в течение 5 дней после отставки директора или смены сертифицированных бухгалтеров, но в большинстве других случаев она может быть представлена в течение 15 дней после отчетного события.

Ряд форм «S» подается в связи с выпуском ценных бумаг. *Форма S-1* используется компаниями, продающими ценные бумаги и выполнявшими требования SEC к отчетности только в течение трех или менее лет. Эта важная форма используется для первоначальных публичных предложений (см. главу 16 «Первоначальное публичное предложение»). *Форма S-2* — это краткая форма, используемая по той же самой причине, но она предназначена для компаний, которые подавали отчеты в SEC в течение более трех лет и стоимость голосующих акций которых менее 150 млн долл. Форма S-3 подается, если стоимость голосующих акций превышает 150 млн долл., или если компания выпускает ценных бумаг на 100 млн долл., а ежегодный объем торговли составляет не менее 3 миллионов акций. Она используется только для предложений инвестиционной категории, превышающих 75 млн долл., при условии, что ценные бумаги этого класса уже котируются на общенациональной фондовой бирже. *Форма S-4* предназначена для сообщений об изменениях в ценных бумагах, произошедших в результате сделок

по объединению компаний. Типы информации, которые должны быть включены в одну из этих форм, приведены в табл. 8.1.

Требования к раскрытию информации, перечисленные в табл. 8.1 для всех семи форм отчетности SEC, кратко детализированы ниже в алфавитном порядке. Это касается только самых важных требований к раскрытию информации по каждому пункту. Поэтому, прежде чем заполнять любую из этих форм, сверьтесь с Кодексом федерального регулирования, где подробно изложены эти требования.

Таблица 8.1. **Информационные требования форм SEC**

	8-K	10-K	10-Q	S-1	S-2	S-3	S-4
Приобретение или выбытие активов	X						
Банкротство	X						
Основная деятельность		X		X			
Капитализация				X			
Отношения с отдельными лицами и сделки с ними		X					
Смена сертифицированных бухгалтеров	X						
Смена владельцев компании	X						
Изменение финансового года	X						
Изменения в применяемых принципах бухгалтерского учета и раскрытия финансовой информации, и несогласие с бухгалтерами по поводу этих вопросов		X					
Изменения в ценных бумагах			X				
Дефолты по старшему долгу			X				
Описание регистрируемых ценных бумаг					X	X	
Установление цены предложения					X	X	
Разводнение				X	X	X	
Директора и менеджеры		X		X		X	
Компенсация менеджерам		X					
Дополнительная документация, графики финансовой отчетности и отчетность по форме 8-K		X	X				
Эксперты				X			
Финансовая отчетность и дополнительные данные	X	X	X	X			
Доля поименованных экспертов и советников в капитале компании					X	X	X
Судебные разбирательства		X	X	X			
Комментарии и анализ руководством финансового состояния и результатов деятельности		X	X	X			
Рынок обыкновенных акций эмитента и связанные с этим вопросы		X					

	8-K	10-K	10-Q	S-1	S-2	S-3	S-4
Прочая информация	X		X	X			X
План размещения					X	X	
Крупные акционеры				X			
Имущество		X					
Основное содержание проспекта эмиссии				X	X	X	X
Отставки директоров	X						
Факторы риска				X			X
Продажа акций	X						
Ценные бумаги, принадлежащие отдельным крупным акционерам и менеджерам		X					
Отдельная финансовая информация		X		X			
Владельцы, продающие ценные бумаги					X	X	
Акции, предназначенные для будущей продажи				X			
Вынесение вопросов на голосование акционеров		X	X				
Условия сделки							X
Размещение ценных бумаг				X			
Использование выручки				X	X	X	

- *Приобретение или выбытие активов.* Опишите все главные приобретения или выбытия активов, если они выходят за рамки обычной коммерческой деятельности. Предоставляемые сведения должны содержать дату и сумму каждой сделки, участников, описание активов, которые составляют предмет сделки, а также источники финансирования и использование средств.
- *Банкротство.* Если компания объявляет о банкротстве, укажите суд, в котором рассматривается дело о банкротстве, а также все важные сведения, относящиеся к делу.
- *Основная деятельность.* Проанализируйте деятельность предприятия с начала финансового года, а также приведите финансовые показатели по отраслевым сегментам, основным видам продукции, региональным рынкам сбыта, конкурентам, клиентам, поставщикам, портфелю заказов и другие сведения, в которых может быть заинтересован проницательный инвестор.
- *Капитализация.* Укажите текущую капитализацию компании, а также все крупные новые заимствования или изменения в существующих финансовых соглашениях.
- *Отношения с отдельными лицами и сделки с ними.* Опишите сделки и отношения между компанией и отдельными членами правления, директорами и другими конкретными сторонами, указанными в Инструкции S-K.

Смена сертифицированных бухгалтеров. Укажите причину смены бухгалтера, давал ли он какие-либо положительные или отрицательные заключения, а также другие разногласия или существенные события, на которые указывал бухгалтер в течение двух предыдущих лет.

Смена владельцев компании. Укажите продавцов и приобретателей, а также форму компенсации, использованную для смены владельцев, и ее величину. Укажите также процентную долю нового акционера и все сделки со связанными сторонами.

Изменение финансового года. Укажите дату начала нового финансового года, когда было принято решение о ней, и какая форма (10-K или 10-Q) будет использована для представления результатов за оставшуюся часть года).

Изменения в применяемых принципах бухгалтерского учета и раскрытия финансовой информации, и несогласие с бухгалтерами по поводу этих вопросов. Укажите смену независимых бухгалтеров, имевшую место в последние два года, а также причины этого.

Изменения в ценных бумагах. Раскройте все изменения во всех типах именных ценных бумаг, а также влияние этих изменений на права акционеров.

Дефолты по основному долгу. Раскройте информацию по всем дефолтам по выплате процентов или основного долга по ценным бумагам, если они не устранены в течение 30 дней после даты платежа. Эта отчетность применима также к невыплате дивидендов по привилегированным акциям.

Описание регистрируемых ценных бумаг. Опишите все права, связанные с регистрируемыми ценными бумагами, например, право голоса, право на получение дивидендов, преимущественное право на покупку акций и право на долю в ликвидационной стоимости компании.

Установление цены предложения. Опишите факторы, принятые во внимание при установлении цены предложения ценных бумаг.

Разводнение. Когда капитальные ценные бумаги предлагаются публике по цене, существенно отличающейся от цены, уплачиваемой членами правления, укажите величину чистых материальных активов, приходящихся на одну акцию до и после размещения ценных бумаг.

Директора и менеджеры. Представьте список менеджеров и директоров компании и надлежащую информацию о них.

Компенсация менеджерам. Укажите размер компенсации, начисленной генеральному директору и четырем другим наиболее высокооплачиваемым должностным лицам, и сообщите общий доход всех других менеджеров. Следует описать компенсационные и пенсионные планы менеджеров.

Дополнительная документация, графики финансовой отчетности и отчетность по форме 8-K. Приведите список документов, поданных в

составе отчета, в том числе финансовую отчетность, дополнительное раскрытие информации и ссылку на форму 8-К, если она была представлена.

- *Эксперты.* Укажите имена внешних экспертов, к которым обращались с целью предоставления или подтверждения информации, использованной в отчетах, и укажите, что руководство опирается на эту информацию.
- *Финансовая отчетность и дополнительные данные.* Включите бухгалтерский баланс за два последних года, а также отчет о прибылях и убытках, отчет о движении денежных средств и отчет об изменении капитала за последние три года.
- *Доля поименованных экспертов и советников в капитале компании.* Опишите характер и объем любого финансового участия в компании любого, кто удостоверяет информацию, предоставленную компанией инвесторам, если объем участия превышает 50 000 долл.
- *Судебные разбирательства.* Опишите все существенные судебные процессы, в которых участвует компания, включая дату подачи иска, местоположение суда и стороны по каждому иску. Кратко опишите суть каждого спора и сумму или вид требуемой компенсации.
- *Комментарии и анализ руководством финансового состояния и результатов деятельности.* Прокомментируйте финансовое состояние, результаты деятельности, изменения в финансовом положении, ликвидности, существенные тенденции и ожидаемые события в достаточном объеме. Предоставьте исчерпывающую информацию о деятельности компании.
- *Рынок обыкновенных акций эмитента и связанные с этим вопросы.* Укажите типы ценных бумаг компании, рынки, на которых осуществляется торговля ими, и данные о рыночных котировках за отчетный период. Приведите общее число держателей акций каждого типа, а также сумму объявленных дивидендов, частоту их выплат и вероятность выплат в будущем.
- *Прочая информация.* Включите любую информацию, которая так или иначе должна быть представлена в форме 8-К. В этом случае ее не нужно будет еще раз приводить в форме 8-К.
- *План размещения.* Приведите имена андеррайтеров ценных бумаг, а также долю ценных бумаг, которые они примут, и условия андеррайтинга.
- *Крупные акционеры.* Приведите долю акций, находящихся во владении, и долю общего владения всех акционеров, владеющих более 5% акций компании, а также всех должностных лиц и директоров.
- *Имущество.* Опишите местоположение и тип основных производственных объектов компании, а также отраслевые области, в которых они

работают, и уровни их производственной мощности и эксплуатационной нагрузки.

Основное содержание проспекта эмиссии. Большинство разделов проспектов, изданных для инвесторов, должны быть приложены к представляемой форме.

Отставки директоров. Укажите обстоятельства любой отставки директора, обусловленной несогласием с деятельностью компании, а также позицию компании в этом споре.

Факторы риска. Опишите все возможные риски, которые могут нести владельцы акций и которые могут быть вызваны такими обстоятельствами, как разводнение, влияние конкуренции, зависимость от ключевых работников, ответственность за продукцию и природоохранные иски.

Продажа акций. Укажите дату продажи ценных бумаг, их тип и количество, а также выручку от их продажи и имя получателя ценных бумаг.

Ценные бумаги, принадлежащие отдельным крупным акционерам и менеджерам. Предоставьте информацию о голосующих акциях, принадлежащих директорам и некоторым другим собственникам.

Отдельная финансовая информация. Приведите в табличной форме данные за последние пять лет по выручке от реализации продукции, прибыли, активам, задолженности и дивидендам в денежной форме. Опишите все изменения в деятельности компании, которые оказали влияние на сравнимость представленной информации.

Владельцы, продающие ценные бумаги. Укажите имя и отношение к компании любых лиц, продающих ценные бумаги в рамках предложения, а также предложенное количество и остающуюся долю владения этого лица после продажи.

Акции, предназначенные для будущей продажи. Укажите количество акций и реквизиты их владельцев в отношении всех акций, которые в настоящее время не могут быть проданы на открытом рынке. Также укажите даты, когда они могут быть проданы, количество, предлагаемое для продажи в это время, и разводняющее влияние на существующих акционеров.

Вынесение вопросов на голосование акционеров. Опишите все вопросы, которые были переданы на голосование акционерам в течение отчетного периода, а также результаты этого голосования.

Условия сделки. Укажите количество и класс предлагаемых ценных бумаг, дату истечения предложения, размер оплаты, процедуру тендера, бухгалтерский режим и налоговые последствия сделки.

Андеррайтинг. Перечислите андеррайтеров, участвующих в предложении акций, а также количество акций, выделенных каждому из них.

Кроме того, опишите основные пункты соглашений, подписанных с этими андеррайтерами, а также размер вознаграждений и возмещения расходов, которые компания планирует выплатить андеррайтерам.

- *Использование выручки.* Укажите обобщенные статьи расходов, на которые руководство планирует направить выручку от предложения.

СИСТЕМА ПОДАЧИ ДОКУМЕНТОВ EDGAR

EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval) — основной инструмент, работающий в режиме реального времени, предназначенный для автоматизации сбора, проверки, индексации и распространения форм, представляемых в SEC компаниями, на которые возложена такая обязанность SEC. EDGAR не только облегчает оформление документации в SEC, но также является превосходным средством для инвесторов и аналитиков, которые имеют практически непосредственный доступ к этим формам в режиме реального времени. Правила и принципы, которые необходимо соблюдать компании для работы с EDGAR, указаны в Инструкции S-T.

SEC требует от всех открытых акционерных обществ, стоимость активов которых превышает 10 млн долл., а число акционеров более 500, подавать документы на регистрацию ценных бумаг и периодические отчеты через систему EDGAR. Правда, форма 144 (Извещение о планируемой продаже ценных бумаг), формы 3, 4 и 5 (отчеты, связанные с владением ценными бумагами, и отчеты о сделках с ними для инсайдеров компании), а также годовой отчет для акционеров (за исключением инвестиционных компаний) могут подаваться через EDGAR по желанию предъявителя. Иностранным компаниям не обязательно подавать формы через EDGAR.

Документы могут быть посланы SEC по электронным каналам посредством модема или непосредственно через Интернет с 8 часов утра до 10 часов вечера по стандартному восточному времени, в любой рабочий день, за исключением государственных праздников. В электронном формате должны подаваться следующие виды документов:

- Документы о регистрации и проспекты эмиссии ценных бумаг
- Отчеты и заявления, которые требуются по Закону о контракте между держателями акций и компанией-эмитентом
- Документы, отчеты и планы, требуемые по Закону о биржах
- Документы, требуемые по Закону об инвестиционных компаниях
- Документы, требуемые по Закону об общественном коммунальном хозяйстве.

Необязательно (или не разрешается) подавать отдельные документы в электронном виде, если требуется подача на бумажных носителях. В настоящий момент к таким документам относятся:

такой документ принимается и открывается через несколько дней, он может быть удален из EDGAR, а организации, приславшей этот файл, придется выслать новые файлы с необходимой информацией.

Предусмотрено два случая, когда компания может избежать этих трудностей, не представляя данные в электронной форме. В первом случае действует правило 201 Инструкции S-T: компании разрешается отложить подачу документов в электронной форме, если она сталкивается с непредвиденными проблемами при предоставлении отчета, например, с поломкой компьютера. Однако документы должны быть поданы на бумажных носителях с использованием формы TH (Извещения о временном освобождении при наличии проблем), а в течение шести дней должна последовать электронная передача. Во втором случае, согласно правилу 202 Инструкции S-T, разрешается постоянное освобождение в отдельных ситуациях, если предоставляемая информация настолько велика по объему, что компания может столкнуться с проблемами при ее пересылке. В первом случае специального разрешения SEC не требуется, тогда как во втором случае такое разрешение необходимо.

Исходный документ, необходимый для подготовки электронного документа для SEC, называется *EDGAR Filing Manual*. Его можно загрузить с *www.sec.gov/info/edgar/filermanual.htm* или заказать его в Справочном бюро SEC, находящимся по адресу: 450 5th Street, N.W., Washington, D.C. 20549-0102.

ВЫВОДЫ

Информация, приведенная в настоящей главе, применима и к другим частям этой книги. Например, в главе 15 «Привлечение капитала» рассматривается использование проспекта, структура которого взята из формы раскрытия информации для SEC, описанной в этой главе. Аналогичным образом, в главе 16 «Первоначальное публичное предложение» рассказывается о регистрационном заявлении, которое также упоминается здесь. Наконец, глава 17 «Приватизация компании» почти полностью посвящена порядку заполнения формы 13E-3 для SEC. Таким образом, очевидно, что финансовый директор публичной компании обязан взаимодействовать с SEC по разнообразным поводам. Дополнительную информацию о требованиях к отчетности SEC можно получить в издании под названием *SEC Manual (The Coopers & Lybrand SEC Manual* by Robert Herz, Nelson Dittmar Jr., Stephen Lis, William Decker, and Ronald Murray. John Wiley & Sons, 1997). Уже вышло седьмое издание этого справочника, подготовленное издательством John Wiley & Sons. В нем детально изложены все основные инструкции и формы отчетов SEC, а также содержится руководство по использованию системы EDGAR для предоставления отчетов и рассмотрены специальные требования к иностранным компаниям, подающим документы в SEC.

ЧАСТЬ 3

ГЛАВА 9

СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА*

Многие компании принимают решение построить новые цеха, инвестировать в новое оборудование или потратить средства на другие крупные проекты без какого-либо представления о том, превысят ли доходы, ожидаемые от этих проектов, стоимость капитала, необходимого для их финансирования. В результате, компания обнаруживает, что несмотря на энергичную работу над рядом новых проектов, ее способность создавать денежный поток для выплаты долга или дивидендов по акциям со временем уменьшается. Чтобы не допустить такой ситуации, необходимо рассчитывать рентабельность инвестиций, которая рассматривается далее. В настоящей главе мы рассматриваем первую часть инвестиционного решения, т. е расчет стоимости капитала, с которой должны сопоставляться инвестиционные решения. Здесь же описываются основные компоненты капитала компании и показывается, как стоимость каждого из них объединяется для получения взвешенной стоимости капитала и как использовать эту информацию наиболее правильным способом при оценке рентабельности новых проектов, требующих финансирования, а также для дисконтирования денежных потоков от существующих проектов.

КОМПОНЕНТЫ

Перед определением величины стоимости капитала компании необходимо определить ее компоненты. Следующие два параграфа детально рассматривают, как получить стоимость этих компонентов капитала. Расчет средневзвешенной величины, которая объединяет все элементы стоимости капитала, описывается затем в параграфе «Расчет взвешенной стоимости капитала».

Первым компонентом стоимости капитала является долг. Это обязательство компании вернуть кредитору как проценты, так и основную сумму долга, полученного путем одноразового платежа или серии выплат в пользу компании со стороны кредитора. Это может быть краткосрочный долг,

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из главы 16 книги *Financial Analysis* by Bragg (John Wiley & Sons, 2000)

который обычно погашается в течение одного года, или долгосрочный долг, который может выплачиваться в течение многих лет в форме регулярных выплат основного долга, крупных выплат через установленные интервалы времени или крупной выплаты в момент истечения срока всего кредита, которую называют *баллонным* платежом (balloon payment). Все эти формы возврата долга могут сочетаться бесконечным числом способов, составляя план погашения, который уникально структурирован под нужды конкретной корпорации.

Вторым компонентом стоимости капитала являются привилегированные акции. Это форма капитала, который выпущен для акционеров и который имеет специфическую ставку процента. Компания обязана выплачивать акционерам через определенные интервалы времени только установленную процентную ставку, но не первоначальную сумму средств, внесенных в компанию, которые она может удерживать бесконечно, если только не решит выкупить акции. Существуют варианты, когда акционер может конвертировать привилегированные акции в обыкновенные акции в определенном, заранее установленном соотношении. Этот тип акций является привлекательным для тех компаний, которые не хотят разводить прибыль на акцию выпуском дополнительных обыкновенных акций, и которые также не хотят нести бремя выплат основного долга. Хотя существует обязательство выплачивать акционерам установленную процентную ставку, обычно разрешается откладывать выплату, если нет денег, хотя проценты будут накапливаться и должны быть выплачены, когда деньги появятся.

Третьим и последним компонентом стоимости капитала являются обыкновенные акции. Компания не обязана платить что-либо своим акционерам в обмен на капитал, что делает это наименее рискованной формой доступного финансирования. Вместо этого, акционеры рассчитывают на комбинацию дивидендных выплат, размер которых утверждается советом директоров (и это делается исключительно по решению совета директоров — закон не требует обязательных выплат), и повышения стоимости акций. Поскольку акционеры косвенным образом контролируют корпорацию через совет директоров, действия управляющих, подавляющих цену акций или ведущих к сокращению дивидендных выплат, могут привести к увольнению управляющих советом директоров. Кроме того, акционеры обычно ожидают высокой рентабельности инвестиций в обмен на свои деньги, фактическая стоимость этих средств является самой высокой из всех компонентов стоимости капитала.

Как будет показано в следующих двух параграфах, наименее дорогостоящей из трех форм финансирования является долг, за которым следуют привилегированные и обыкновенные акции. Главной причиной различий в стоимости трех компонентов является влияние налогов на разные виды процентных выплат. Это особенно касается долга, который рассматривается в следующем параграфе.

РАСЧЕТ СТОИМОСТИ ДОЛГА

В этом параграфе показаны основные факторы, которые нужно учитывать при расчете стоимости долга, и, кроме того, рассматривается вопрос о том, каким образом их следует включать при окончательном расчете стоимости. Мы также объясняем, почему чистый результат этих расчетов является менее дорогостоящей формой финансирования, чем стоимость капитальных долей, которая рассматривается в следующем параграфе.

При расчете стоимости долга важно помнить, что процентные расходы вычитаются из налогооблагаемой базы. Это означает, что уплачиваемый компанией налог уменьшается на ставку налога, умноженную на процентные расходы. В табл. 9.1 показан пример, где долг 1 000 000 долл. имеет базовую ставку 9,5%, а ставка корпоративного налога равна 35%.

Пример ясно показывает, что воздействие налогов на стоимость долга значительно уменьшает общую стоимость долга, делая его самой желанной формой финансирования.

Если компания в настоящее время работает в убыток и, следовательно, не должна платить налоги, может возникнуть вопрос, следует ли ей учитывать влияние налогов при расчете процентных расходов. Ответ все же утвердительный, поскольку любой чистый убыток будет переноситься на следующий отчетный период, когда компания может вычесть накопленный убыток из будущих доходов, чтобы избежать уплаты налогов. Таким образом, уменьшение процентных расходов вследствие вычета процентов из налогооблагаемой базы все равно сохраняется, даже если компания в настоящее время не в том состоянии, чтобы платить налоги на прибыль.

Другой проблемой является стоимость привлечения долга, а также возникает вопрос, каким образом учитывать эти расходы в расчете общей стоимости долга. При получении долга как посредством частного размещения, так и просто в местном банке, обычно имеются дополнительные расходы, которые

Таблица 9.1. **Расчет очищенных от налогов процентных расходов по долгу**

$$\frac{\text{(Процентные расходы)} \times (1 - \text{ставка налога})}{\text{Сумма долга}} = \text{Чистые процентные расходы после уплаты налога}$$

Или

$$\frac{95\,000 \text{ долл.} \times (1 - .35)}{1\,000\,000 \text{ долл.}} = \text{Чистые процентные расходы после уплаты налога}$$

$$\frac{61\,750 \text{ долл.}}{1\,000\,000 \text{ долл.}} = 6{,}175\%$$

могут включать гонорары за размещение или брокерскую комиссию, плату за подготовку документации, либо стоимость банковского аудита. В случае частного размещения, компания может установить фиксированный уровень процентных платежей по долгу, но обнаружить, что потенциальные кредиторы не купят долговые инструменты, если они не могут сделать это со скидкой, что фактически повышает процентную ставку, которую они будут зарабатывать на этом долге. В обоих случаях компания получает меньше денег, чем первоначально предполагалось, но все равно должна выплачивать ту же сумму процентных платежей. В действительности, это повышает стоимость долга. Продолжая пример из табл. 9.1 в табл 9.2, предположим, что процентные выплаты остаются прежними, но брокерская комиссия составила 25 000 долл. и долг был продан со скидкой в 2%. Результатом является повышение фактической процентной ставки.

Таблица 9.2. **Расчет процентных расходов по долгу с учетом налогов, комиссионных и скидок**

$$\frac{\text{(Процентные расходы)} \times (1 - \text{ставка налога})}{\text{(Сумма долга} - \text{Гонорары} - \text{Скидка при размещении долга)}} = \text{Чистые процентные расходы после уплаты налога}$$

Или

$$\frac{95\,000 \text{ долл} \times (1 - 35)}{1\,000\,000 \text{ долл} - 25\,000 \text{ долл} - 20\,000 \text{ долл}} = \text{Чистые процентные расходы после уплаты налога}$$

$$\frac{61\,750 \text{ долл}}{955\,000 \text{ долл}} = 6{,}466\%$$

Примечание Вместо скидки при продаже долга может быть получена премия, если инвесторы готовы заплатить дополнительные деньги за предложенную процентную ставку Обычно это случается тогда, когда предложенная ставка выше текущей рыночной ставки, либо риск невозврата настолько низок, что это воспринимается инвесторами как дополнительная выгода.

При сравнении со стоимостью собственного капитала, рассматриваемой в следующем параграфе, становится очевидным, что долг является гораздо менее дорогой формой финансирования, чем капитал. Однако, хотя может возникать соблазн изменить структуру капитала компании с целью увеличения доли долга и сокращения таким образом общей стоимости капитала, существуют опасности, связанные с крупными процентными расходами. Эти опасности рассматриваются в параграфе «Изменение стоимости капитала для повышения богатства акционеров».

РАСЧЕТ СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

Этот параграф показывает, как рассчитать стоимость двух главных форм собственного капитала (equity), каковыми являются привилегированные акции и обыкновенные акции. Эти вычисления, а также вычисления из предыдущего параграфа, затем объединяются в следующем параграфе для определения взвешенной стоимости капитала.

Привилегированные акции находятся посредине между долгом и обыкновенными акциями. Они требуют выплаты процента держателю каждой акции привилегированного капитала, но не требуют возврата акционеру суммы, уплаченной за каждую акцию. Имеется немного особых случаев, где условия выпуска конкретного набора привилегированных акций требуют дополнительного платежа акционеру, если прибыль компании превышает определенный уровень, но это редкая ситуация. Кроме того, некоторые привилегированные акции содержат оговорки, позволяющие накапливать отложенные процентные платежи, причем все они должны быть выплачены прежде, чем могут быть выплачены дивиденды держателям обыкновенных акций. Основное свойство, разделяемое всеми видами привилегированных акций, состоит в том, что, согласно налоговым законам, процентные платежи считаются дивидендами, а не процентными расходами, это означает, что эти выплаты не вычитаются из налогооблагаемой базы. Это ключевая проблема, поскольку сильно повышается стоимость средств для любой компании, использующей этот источник финансирования. Если компания может выбирать между использованием долга или привилегированных акций по той же ставке, то разница в стоимости будет равна налоговой экономии по долгу. В следующем примере компания выпускает 1 000 000 долл. долга и 1 000 000 долл. привилегированных акций, оба со ставками 9% и ставкой налога 35%.

Стоимость долга = Основной долг × (процентная ставка × (1 – ставка налога))
Стоимость долга = 1 000 000 долл. × (9% × (1 – 35))
58 500 долл. = 1 000 000 долл. × (9% × .65)

При использовании той же информации для расчета стоимости выплат по привилегированным акциям, мы получим следующий результат:

Процентные расходы по привилегированным акциям = Основной долг × × процентная ставка
Процентные расходы по привилегированным акциям = 1 000 000 долл. × 9%
90 000 долл. = 1 000 000 долл. × 9%

Приведенный пример показывает, что разница, обусловленная налоговым режимом долговых выплат, делает привилегированные акции гораздо более дорогой альтернативой. Если это так, то почему вообще используют приви-

легированные акции? Главная причина в том, что нет надобности возвращать акционеру первоначальную инвестицию, тогда как долг требует либо периодического, либо «балонного» погашения основной суммы. Компании могут также устранить процентные платежи по привилегированным акциям, если они включают в условия их выпуска свойство конвертабельности, позволяющее конвертировать их в обыкновенные акции при некотором заранее установленном уровне цены обыкновенных акций. Таким образом, в случаях, когда компания не хочет возвращать основную сумму долга в обозримой перспективе, но и не хочет увеличивать объем выпущенных обыкновенных акций, привилегированные акции являются удобной, хотя и дорогой альтернативой.

Самые большие трудности для расчета стоимости финансирования создают обыкновенные акции, поскольку здесь нет заранее установленных выплат, по которым можно рассчитать стоимость. Вместо этого, они выглядят как бесплатные деньги, поскольку инвесторы передают средства без какой-либо оговоренной платы или даже ожидания того, что компания в конечном счете заплатит им по акциям. К сожалению, на деле все наоборот. Поскольку владельцы обыкновенных акций рискуют больше всех (им последним платят в случае банкротства), они являются теми, кто хочет получить взамен больше всего. Любая команда управляющих, которая игнорирует держателей своих обыкновенных акций и не делает ничего, чтобы дать прибыль на их инвестиции, придет к тому, что эти люди либо проголосуют за новый совет директоров, который подыщет новую команда управляющих, либо вообще с убытком продадут свои акции другим инвесторам, понижая их стоимость и облегчая возможность поглощения компании.

Одним из способов определения стоимости обыкновенных акций является прогноз будущих дивидендных выплат акционерам и дисконтирование этого потока платежей назад к чистой сегодняшней стоимости (NPV). Проблема этого подхода в том, что определение величины дивидендных выплат является затруднительным, поскольку она устанавливается по усмотрению совета директоров. Кроме того, в этом вычислении не учитываются изменения в стоимости акций; для некоторых компаний, не выплачивающих никаких дивидендов, это единственный способ, чтобы акционер получил компенсацию.

Наиболее приемлемым методом является модель оценки капитальных активов (capital asset pricing model, CAPM). Не вдаваясь в глубокие теоретические обоснования этой системы, отметим, что по существу она получает стоимость капитала, определяя относительный риск владения акциями конкретной компании по сравнению с набором всех акций на рынке. Этот риск состоит из трех элементов. Первым является доходность, которую любой инвестор может ожидать от безрисковой инвестиции, под которой обычно понимается доходность государственной ценной бумаги США. Вторым эле-

ментом является доходность набора ценных бумаг, которые, как считается, имеют средний уровень риска. Это может быть средняя доходность крупной «рыночной корзины» акций, например, Standard & Poor's 500, Dow Jones Industrials или какой-то другой крупный набор акций. Последним элементом является бета компании, которая показывает величину, на которую доходность конкретной акции отклоняется от доходности акций со средним уровнем риска. Эта информация предоставляется рядом крупных инвестиционных агентств, например, Value Line. Бета 1,0 означает, что риск конкретной акции в точности равен среднему значению, в то время как бета 0,8 отражала бы меньший уровень риска, а бета 1,4 более высокий. Будучи объединенной, эта информация дает базовую доходность, которую можно ожидать от любой инвестиции (безрисковая доходность), плюс дополнительная доходность, основанная на уровне риска, который инвестор принимает при покупке конкретной акции. Эта методология, всецело базирующаяся на допущении, что уровень риска равен уровню доходности, становится, по заключениям, полученным в дополнительных исследованиях, достаточно точным способом определения стоимости собственного капитала (equity capital). Основной проблемой этого метода является то, что бета компании меняется с течением времени, поскольку она может обзаводиться или избавляться от дочерних компаний, которые имеют больший или меньший риск, что приводит к изменению степени риска. Из-за вероятности изменения, необходимо регулярно пересчитывать стоимость собственного капитала, чтобы определить самую последнюю величину.

Расчет стоимости собственного капитала с использованием методологии CAPM является сравнительно простым, если собраны все компоненты уравнения. Например, если безрисковая стоимость капитала 5%, доходность промышленного индекса Dow Jones Industrials 12% и бета компании ABC 1,5, то стоимость собственного капитала компании ABC составит:

Стоимость собственного капитала = Безрисковая доходность + Бета (Доходность среднего набора акций – безрисковая доходность)

Стоимость собственного капитала = 5% + 1,5 (12% – 5%)
Стоимость собственного капитала = 5% + 1,5 × 7%
Стоимость собственного капитала = 5% + 10,5%
Стоимость собственного капитала = **15,5%**

Хотя в этом примере использована довольно высокая бета, повышающая стоимость акций, очевидно, что, будучи не дешевой формой финансирования, обыкновенные акции являются фактически *самой* дорогой формой, учитывая величину доходности, которую инвесторы требуют в обмен на рискованное вложение своих денег в компанию. Соответственно, эту форму финансирования следует использовать наиболее экономно, чтобы удерживать стоимость капитала на низком уровне.

РАСЧЕТ ВЗВЕШЕННОЙ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА

Теперь, когда мы получили стоимость долга, привилегированных акции и обыкновенных акций, пришло время собрать все три элемента во взвешенной стоимости капитала. Этот параграф построен в форме примеров, показывающих метод, которым рассчитывается стоимость капитала Canary Corporation. За этим следует краткое изложение того, как можно использовать стоимость капитала.

М-р Бэрдсонг, финансовый директор Canary Corporation, заинтересован в определении взвешенной стоимости капитала компании, которая должна использоваться для того чтобы выяснить, что проекты имеют достаточную рентабельность инвестиций, которая будет удерживать компанию от деградации. На балансе имеются два размещенных долга. Первый, 1 000 000 долл., был продан дешевле номинала и собрал 980 000 долл. наличной выручки. Компания должна платить ставку 8,5% по этому долгу. Второй, 3 000 000 долл., был продан по номиналу, но включал гонорары юристов в размере 25 000 долл. Ставка по этому долгу составляет 10%. На балансе есть также 2 500 000 долл. привилегированных акций, которые требуют ежегодных выплат процентов (или дивидендов), составляющих 9% от суммы средств, вложенных в компанию инвесторами. Наконец, на балансе имеются 4 000 000 долл. обыкновенных акций. Безрисковая ставка процента, определяемая как доходность краткосрочных государственных ценных бумаг США, равна 6%, а ожидаемая доходность типичной рыночной корзины аналогичных акций составляет 12%. Бета компании равна 1,2 и она в настоящее время платит налоги на прибыль по ставке 35%. Какова взвешенная стоимость капитала Canary Corporation?

Метод, который мы будем использовать, состоит в раздельном расчете стоимости каждой формы финансирования в процентах и затем расчете взвешенной стоимости капитала, основанной величине финансирования и процентной стоимости каждой из вышеупомянутых форм финансирования. Мы начнем с первой долговой позиции, представленной 1 000 000 долл. долга, который продан на 20 000 долл. дешевле номинала под 8,5%. Ставка подоходного налога равна 35%. Расчет следующий:

$$\text{Чистая процентная ставка после налогообложения} = \frac{((\text{Процентные расходы}) \times (1 - \text{ставка налога})) \times \text{Сумма долга}}{(\text{Сумма долга}) - (\text{Дисконт при продаже долга})}$$

$$\text{Чистая процентная ставка после налогообложения} = \frac{((8{,}5\%) \times (1 - .35)) \times \$1\,000\,000}{\$1\,000\,000 - \$20\,000}$$

Чистая процентная ставка после налогообложения = **5,638%**

Применим тот же метод ко второму долговому инструменту, представленному 3 000 000 долл. долга, проданного по номиналу. Чтобы разместить долг, имеющий ставку 10%, был выплачен гонорар юристам в размере 25 000 долл. Ставка налога на прибыль остается равной 35%. Расчет следующий:

$$\text{Чистая процентная ставка после налогообложения} = \frac{((\text{Процентные расходы}) \times (1 - \text{ставка налога})) \times \text{Сумма долга}}{(\text{Сумма долга}) - (\text{Дисконт при продаже долга})}$$

$$\text{Чистая процентная ставка после налогообложения} = \frac{((10\%) \times (1 - .35)) \times \$3\,000\,000}{\$3\,000\,000 - \$25\,000}$$

Чистая процентная ставка после налогообложения = **7,091%**

Рассчитав процентные расходы по двум размещенным долгам, перейдем к стоимости привилегированных акций. Как отмечалось ранее, на балансе имеется 2 500 000 долл. привилегированных акций со ставкой 9%. Ставка подоходного налога не применяется, поскольку процентные платежи трактуются как дивиденды и не вычитаются из налогооблагаемой базы. Расчет наипростейший, так как ответ — 9%, поскольку в данном случае нет подоходного налога, вносящего путаницу.

Чтобы получить стоимость собственного капитала, мы берем из примера доходность безрисковых ценных бумаг 6%, доходность 12%, которую ожидают от типичной рыночной корзины аналогичных акций, и бету 1,2. Затем мы вставляем эти цифры в следующую формулу, чтобы получить стоимость собственного капитала:

Стоимость собственного капитала = Безрисковая доходность + Бета (Доходность среднего набора акций – безрисковая доходность)

Стоимость собственного капитала = 6% + 1,2 (12% – 6%)

Стоимость собственного капитала = **13,2%**

Теперь, когда мы знаем стоимость каждого вида финансирования, нужно просто сделать таблицу, типа той, что показана в табл. 9.3, где проставлен объем каждого вида финансирования и его стоимость, которые мы можем быстро суммировать и получить взвешенную стоимость капитала.

Мы видим, что при объединении в средневзвешенную величину, расчет которой представлен в табл. 9.3, стоимость капитала составила 9,75%. Хотя на балансе имеется наименее дорогой долг, но основная часть финансирования состоит из более дорогих обыкновенных и привилегированных акций, что тянет вверх общую стоимость капитала.

До сих пор мы рассматривали компоненты стоимости капитала, способы расчета каждого из них и объединения различающихся величин в единую взвешенную стоимость капитала. Теперь, когда мы имеем ее, то для чего она нужна?

Таблица 9.3. **Расчет взвешенной стоимости капитала**

Вид финансирования	Объем финансирования	Стоимость в процентах	Стоимость в долларах
Долг № 1	$980 000	5,638	55 252
Долг № 2	2 975 000	7,091	210 957
Привилегированные акции	2 500 000	9,000	225 000
Обыкновенные акции	4 000 000	13,200	528 000
Итого:	$10 455 000	**9,75**	1 019 209

СТОИМОСТЬ ДОПОЛНИТЕЛЬНОГО КАПИТАЛА

Предприняв усилия по расчету взвешенной стоимости капитала компании, мы должны спросить себя, можно ли как-то использовать эту информацию. Конечно, теперь известна стоимость всех видов корпоративного финансирования, но это стоимость финансирования, которое уже привлечено. Как это соотносится со стоимостью капитала какого-то будущего финансирования, которое пока еще не получено? Что, если компания хочет изменить свои источники финансирования, и как это повлияет на стоимость капитала? Как насчет использования ее для дисконтирования денежных потоков от существующих проектов?

Проблема в отношении существующей взвешенной стоимости капитала состоит в том, что она отражает стоимость долга и собственного капитала только в то время, когда компания получила их. Например, если компания привлекла долг с фиксированной процентной ставкой в прошлый период, и ставка первоклассных заемщиков, предлагаемая банками для нового долга, была очень высокой, то получившаяся в результате стоимость капитала, все еще включающая этот долг, будет выше, чем стоимость капитала. Это возможно при условии, что долг погашен и рефинансирован новым долгом, привлеченным по текущим более низким рыночным ставкам. Та же проблема относится к собственному капиталу, поскольку стоимость капитала может измениться, если изменилась базовая доходность безрискового долга, что она делает непрерывно (просто понаблюдайте за дневными или месячными колебаниями стоимости государственных ценных бумаг США, которые считаются безрисковыми). Аналогичным образом, бета компании будет меняться со временем, поскольку ее общая картина риска изменяется из-за

изменений на ее рынках или внутренних перемен, которые меняют структуру ее бизнеса. Соответственно, компания может обнаружить, что ее тщательно рассчитанная взвешенная стоимость капитала даже отдаленно не похожа на ту, которая была бы, если пересчитать ее, исходя из нынешних условий рынка.

К чему привели нас эти обескураживающие новости? Если нет смысла использовать взвешенную стоимость капитала, который учтен в балансе, то нет причины, почему мы не можем рассчитать взвешенную стоимость нового капитала, исходя из текущих рыночных условий, и использовать ее в качестве пороговой ставки. Поступая таким образом, компания признает, что она будет привлекать средства по текущим рыночным ставкам и использовать величину этой смешанной ставки для оплаты новых проектов. Например, если компания намерена сохранять то же соотношение долга и собственного капитала, и обнаруживает, что новая взвешенная стоимость капитала по текущим рыночным ставкам на 2% выше, чем по старым ставкам, зафиксированным в бухгалтерских книгах компании, то пороговой ставкой, используемой для оценки новых проектов, должна быть новая, более высокая ставка.

Важно также определить намерения руководства в отношении нового сочетания долга и собственного капитала, поскольку изменения в их соотношении будут изменять взвешенную стоимость капитала. Если предполагается значительное изменение существующей структуры, то в расчет взвешенной стоимости капитала следует ввести новое соотношение. Например, кредиторы или владельцы могут заставить управляющих изменить существующее соотношение долга и собственного капитала. Это обычное явление в частных компаниях с небольшим числом владельцев, которые не хотят вкладывать какой-либо дополнительный капитал в компанию и, таким образом, заставляют ее выживать за счет долгового финансирования. Напротив, если отношение долга к собственному капиталу очень высокое, то кредиторы могут потребовать увеличения капитала для того, чтобы уменьшить риск дефолта, который возрастает, если из текущего денежного потока необходимо выплачивать крупную сумму процентов и основного долга. Короче, стоимость дополнительного капитала является самым подходящим значением пороговой ставки при использовании нового финансирования для оплаты новых проектов.

Однако идея о стоимости нового финансирования может завести слишком далеко. Если в предстоящем году компания начнет лишь один проект, и чтобы оплатить его, ей необходимо занять деньги под конкретный процент, то хорошим вариантом может быть установление стоимости этого финансирования в качестве пороговой ставки для единственного рассматриваемого проекта, поскольку эта пара неразделимо связана. Однако такая прямая связь редко имеет место. Вместо этого, осуществляется много проектов разной продолжительности, а средства привлекаются с интервалами, которые не

обязательно соответствуют интервалам финансовых потребностей частных проектов. Например, финансовый директор может придерживать размещение акций на открытых рынках до тех пор, пока не произойдет значительного роста фондового рынка, либо занять деньги на несколько месяцев раньше, если он или она может получить выгодно низкую, долгосрочную фиксированную процентную ставку. Когда такое случается, то невозможно привязать конкретную стоимость финансирования к конкретному проекту, поэтому лучше рассчитать смешанную стоимость капитала для данного периода и использовать ее в качестве пороговой ставки для всех рассматриваемых в настоящее время проектов.

Все эти рассуждения о стоимости нового капитала не означают, что стоимость капитала, полученная на основе балансовой стоимости существующего финансирования, является совершенно ненужной — это далеко не так. Многие компании финансируют все новые проекты из своих существующих денежных потоков, и у них нет причины идти к внешним кредиторам или на рынки акций, чтобы получить новое финансирование. Для этих организаций истинная стоимость долга действительно такая же, как указано в их бухгалтерских книгах, поскольку они обязаны погашать именно эту сумму долга независимо от того, какими могут быть текущие рыночные процентные ставки. Однако взвешенная стоимость капитала не состоит из одного долга, она включает также собственный капитал, и его стоимость *действительно* изменяется с течением времени. Даже если у компании нет нужды в дополнительном капитале, стоимость ее существующего капитала будет меняться, потому что будут меняться ожидания инвесторов в отношении прибыли, а также бета компании. Например, базовая безрисковая процентная ставка может и будет изменяться с изменением уровня инфляции, поэтому существует определенная прибыль инвесторов, превышающая уровень инфляции. Аналогичным образом, с течением времени будет изменяться среднерыночная рентабельность капитала, поскольку меняются ожидания инвесторов. Далее, структура бизнеса и рынков компании неизбежно приведет со временем к изменению ее беты, поскольку размах колебаний ее денежных потоков будет возрастать или уменьшаться. Результатом действия всех этих трех факторов станут изменения во взвешенной стоимости капитала, которая будет непрерывно меняться с течением времени, даже если нет новых акций, которые компания продает инвесторам. Следовательно, балансовая стоимость долга остается реальной частью взвешенной стоимости капитала до тех пор, пока нет нового долга, в то время как стоимость капитала *будет* меняться по мере того, как меняются ожидания инвесторов относительно большей или меньшей прибыльности, что приводит к взвешенной стоимости капитала, которая отражает в некоторых случаях сочетание балансовой и рыночной стоимости финансирования.

Исходя из материала этой главы, читатель заинтересован только в использовании взвешенной стоимости капитала в качестве пороговой ставки для

определения жизнеспособности новых проектов, которые будут создавать поток денежных поступлений. Она может использоваться и в качестве ставки дисконтирования при расчете чистой сегодняшней стоимости денежных потоков существующих проектов, что рассматривается в следующей главе. В этом случае стоимость капитала, основанная на балансовой стоимости долга, является более подходящей, нежели текущие рыночные ставки по новому долгу, поскольку дисконтируемые денежные потоки относятся к существующим проектам, которые уже были профинансированы долгом и капиталом, отраженным в бухгалтерских книгах.

В этом параграфе отмечено, почему рыночная стоимость дополнительного капитала является более точным способом определения пороговой ставки для новых проектов, когда для их оплаты должно быть привлечено новое финансирование. Однако если компания может финансировать все денежные потоки для новых проектов из внутренних источников, она может использовать балансовую стоимость долга и рыночную базу рентабельности капитала, чтобы рассчитать взвешенную стоимость капитала, использование которой позволяет с наибольшей точностью судить о приемлемости денежных потоков от перспективных новых проектов. Этот последний вариант является также самым подходящим для дисконтирования денежных потоков от существующих и уже профинансированных проектов.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА В ОСОБЫХ СЛУЧАЯХ

Существует несколько ситуаций, когда компании зачастую изменяют стоимость капитала в особых целях. В этом параграфе рассмотрены две наиболее распространенные ситуации и меры, предпринимаемые в этих случаях.

Когда в ходе рассмотрения инвестиционных заявок руководство решает, утвердить или нет какой-то проект, ему следует подумать о риске того, что планируемый уровень прибыли не будет достигнут. Например, если рассматривается финансирование двух проектов с одинаковыми денежными потоками, один из которых в старой отрасли, где прибыль относительно гарантирована, а другой в сфере высоких технологий, где устаревание изделий является нормой, то можно поспорить, что вопрос о денежных поступлениях не станет основой принятого решения. Проект в высокотехнологичной области почти наверняка будет снят с рассмотрения из-за высокого риска не достигнуть планируемого денежного потока. Как можно количественно определить риск? Краткий ответ — нелегко. Многие организации просто устанавливают более высокую пороговую ставку стоимости капитала для рискованных проектов. К сожалению, очень трудно достоверно определить, какой должна быть эта более высокая пороговая ставка. Является ли достаточной премия в 1% над стоимостью капитала, или 5% ближе к

искомому уровню? Проблема в том, что нельзя точно рассчитать прирост стоимости капитала, отражающий увеличение риска. Скорее всего, руководству необходимо определить уровень приемлемого для него риска и на этой основе принять решение. Поэтому менеджерам потребуется дополнительная информация для корректировки пороговой ставки стоимости капитала, например:

- *Временной график денежных потоков.* Если положительные денежные потоки от предлагаемого проекта группируются ближе к концу проекта, возможно, через пять лет, проект такого рода является более рискованным, чем тот, который сразу дает положительные денежные потоки.
- *Период окупаемости.* Чем скорее проект компенсирует планируемые денежные затраты на него, тем менее рискованным он считается, даже если шанс получить крупные положительные денежные потоки является сравнительно небольшим. Дело в том, что риск убытка снижен быстрой окупаемостью.
- *Ожидаемый уровень конкуренции.* Если ряд конкурентов группирует свои усилия в той же области, то можно поспорить, что будет существовать ценовая конкуренция, когда проекты каждого из них будут завершены и начнут поставляться на рынок новые продукты, и это приведет к сокращению прибыли у всех конкурентов. Иногда можно количественно определить этот риск, смоделировав варианты сценариев прибыли, исходя из разных уровней цены продукта. Усовершенствованный подход состоит в том, чтобы включать в анализ денежных потоков ориентировочные даты, когда цена продукта предположительно будет снижаться, исходя из возможных сроков завершения конкурирующих проектов, что будет приводить к росту конкуренции.
- *Опыт предыдущих проектов в этой области.* Если компания финансировала ряд проектов в какой-то области и большинство из них не было успешным, то это, безусловно, важный фактор при определении степени риска проекта. Если только руководство не полагает, что может улучшить ситуацию, пригласив новых менеджеров или сделав что-то еще для повышения вероятности успеха, то для проекта с такого рода историей следует устанавливать более высокую степень риска.

Таким образом, совсем не обязательно слепо повышать пороговую ставку, определяемую стоимостью капитала, для оценки нового инвестиционного проекта, поскольку более высокая пороговая ставка не определяет точно уровень риска. Вместо этого, лучше предоставить руководству спектр дополнительных данных, как отмечено выше, которые содержат информацию о вероятном уровне рискованности проекта.

Другой особой ситуацией, в которой стоимость капитала может быть изменена, является использование ее в крупной корпорации со множеством отделений, которые не имеют тесных отношений друг с другом касательно обслуживаемых рынков, продаваемых продуктов или методов привлечения финансовых ресурсов. Самым распространенным примером является конгломерат, представляющий собой набор не связанных видов бизнеса, которые зачастую сводятся вместе под одной корпоративной крышей потому, что они имеют одинаково высокую рентабельность инвестиций, или потому, что они имеют взаимодополняющие денежные потоки. Иными словами, один филиал может иметь сильные денежные потоки, совпадающие с колебаниями делового цикла, а другой филиал имеет денежные потоки, интенсивность которых находится в обратной зависимости от делового цикла. Будучи объединенными, эти потоки теоретически дают стабильные денежные потоки все время, что обеспечивает снижение уровня риска для конгломерата в целом. В таких ситуациях, конгломерат является юридическим лицом, привлекающим финансирование, что приводит к специфической стоимости капитала. Однако уровни риска всех входящих в него дочерних компаний могут значительно отличаться от общего уровня риска, в результате чего ко всем филиалам применяется общая для конгломерата пороговая ставка, которая или слишком высока, или слишком низка для каждой отдельной дочерней компании. Например, филиал с очень высоким риском в отношении рентабельности его проектов будет иметь пороговую ставку, которая устанавливается по конгломерату в целом, что могло быть сделано исключительно с целью достижения очень низкого уровня колебаний денежных потоков, что, разумеется, приводит к низкой стоимости собственного капитала (equity) и, следовательно, низкой стоимости капитала. Когда это случается, почти все проекты рискованного филиала будут одобряться (поскольку пороговая ставка столь низка) без какого-либо учета высокой степени риска. Вероятным результатом станет то, что денежные потоки от многих из этих проектов будут ниже нормы, что приведет к ухудшению будущих показателей этой дочерней компании. Напротив, использование той же пороговой ставки для другой дочерней компании с исключительно низким риском проектов приведет к отклонению некоторых проектов, которые вполне способны давать адекватную прибыль на вложенные средства. Таким образом, использование средней пороговой ставки для дочерних компаний не является хорошей идеей.

Вместо этого, можно определить среднюю пороговую ставку из информации о конкурентах в отрасли, где работает каждая из дочерних компаний, которая доступна из открытых источников, таких как отчеты 10-K и 10-Q, или инвестиционных аналитических материалов любой крупной брокерской фирмы. Таким путем можно рассчитать стоимость капитала в отрасли или у группы конкурентов в каждой отрасли, и использовать ее в качестве пороговой ставки для соответствующих дочерних компаний. Хотя

это и не столь точно, как определение конкретной стоимости капитала данной дочерней компании (что невозможно, поскольку она не имеет своего собственного капитала или долга, ими владеет родительская компания), это все же намного точнее, чем общая стоимость капитала всей организации. Это предпочтительный метод расчета стоимости капитала дочерней компании.

ИЗМЕНЕНИЕ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА ДЛЯ ПОВЫШЕНИЯ ДОХОДОВ АКЦИОНЕРОВ

Из предыдущих параграфов ясно, что акционеры могут ожидать более высокую доходность своих инвестиций, если основной объем финансирования компании получен посредством долга, а не собственного капитала, поскольку расходы по долгу частично компенсируются налоговыми вычетами процентных платежей. В этом параграфе мы коснемся границ, в рамках которых акционеры могут увеличить свои доходы таким способом, а также возможных рисков при злоупотреблениях данным методом.

Когда управляющие или владельцы компании изучают пути повышения рентабельности капитала, то одним из относительно легких способов, выделяющихся на фоне других, является обратный выкуп некоторой части акций у акционеров за счет заемных средств. Это уменьшает величину капитала, на которую делится прибыль, и приводит к более высокой прибыли на акцию. Таблица 9.4 показывает, что происходит, когда компания XYZ, имеющая 150 000 долл. прибыли, 500 000 долл. собственного капитала и никакого долга, решает выкупить акции за счет средств, привлеченных посредством заимствования. Предположим, что чистая стоимость нового долга после налогообложения равна 8%, что несколько уменьшает величину отчетной прибыли.

Таблица 9.4. **Расчет изменений рентабельности капитала при обратном выкупе акций**

Прибыль до долга	Капитал до долга	Сумма выкупа	Сумма процентных расходов после налогообложения	Чистая прибыль	Рентабельность капитала
$150 000	%500 000	$25 000	$2000	$148 000	31,2%
150 000	500 000	50 000	4000	146 000	32,4%
150 000	500 000	75 000	6000	144 000	33,8%
150 000	500 000	100 000	8000	142 000	35,5%
150 000	500 000	125 000	10 000	140 000	37,3%
150 000	500 000	150 000	12 000	138 000	39,4%
150 000	500 000	175 000	14 000	136 000	41,8%
150 000	500 000	200 000	16 000	134 000	44,7%
150 000	500 000	225 000	18 000	132 000	48,0%

Как видно из табл. 9.4, существуют потенциально крупные выгоды от введения в структуру капитала некоторого долга с целью уменьшения объема собственного капитала. Пример можно было бы продолжить до того момента, когда в обращении осталась только одна акция компании, что может дать чрезвычайно высокое значение рентабельности капитала. Этот метод особенно привлекателен для тех компаний, чьи акции находятся у небольшой группы владельцев, которые не могут или не хотят вкладывать в бизнес дополнительный капитал и предпочитают использовать капитал для своих собственных целей как можно чаще. Соответственно, если рентабельность капитала рассматривается как важный показатель, то изменение стоимости капитала путем обратного выкупа акций является одним из простейших способов улучшить его.

Однако существует большой риск того, что эта стратегия может обернуться неприятными последствиями. Проблема резкого смещения структуры капитала в сторону долга и подальше от собственного капитала состоит в том, что долг требует возврата, а капитал нет. Из-за этого денежный поток компании сдерживается обязательными выплатами процентов и основного долга кредиторам, что может оказаться опасной ситуацией всякий раз, когда деловой цикл замедляется или денежный поток компании падает по другим причинам, например, из-за усилившейся конкуренции. Когда это случается, компания может оказаться неспособной погасить платежные требования своих кредиторов, что может закончиться банкротством и потерей владельцами всего капитала.

Руководство может предвидеть эту проблему, изучая изменчивость как существующего, так и планируемого денежного потока, и определяя вероятность и масштабы потенциальных спадов денежного потока. Ясно, что это весьма субъективный процесс, поскольку это всего лишь мнение менеджмента (которое может сильно различаться у разных менеджеров) относительно того, насколько сильно может сократиться денежный поток в трудные времена. Затем контролер или финансовый директор могут использовать эту информацию для определения суммы долга, которую можно безопасно добавить к балансу и при этом все еще гарантировать, что все долговые платежи могут быть произведены. Ключевым фактором в этом расчете является определение приемлемого для руководства уровня долговых выплат, который поднимет минимальный уровень денежного потока. Например, многие менеджеры чувствуют себя очень неуютно при мысли о том, что практически весь минимальный денежный поток расписан на долговые выплаты, поскольку не остается места для увеличений капитала или оборотного капитала, которые могут потребоваться для улучшения дел. Поэтому при определении допустимого уровня долга обычно используется несколько уменьшенная доля минимального денежного потока. Пример того, как определяется этот максимальный уровень долга, показан в табл. 9.5, где минимальный уровень денежного потока установлен 50 000 долл. Остальная часть таблицы определяет

рентабельность капитала, используя ряд уровней долга из предыдущей табл. 9.4. Руководство может посмотреть таблицу и выбрать комбинацию уровня прибыли, рентабельности капитала и риска, с которой оно чувствует себя комфортно, и затем предпринять практические шаги к достижению этой цели, используя долг для выкупа акций.

Таблица 9.5. **Таблица денежных расходов и рентабельности капитала**

Минимальный денежный поток	Уровень долга	Долговые выплаты (основной долг и проценты)	Доля денежного потока, используемая на долговые выплаты	Рентабельность капитала
$50 000	$25 000	$8000	16%	31,2%
50 000	50 000	16 000	32%	32,4%
50 000	75 000	24 000	48%	33,8%
50 000	100 000	32 000	64%	35,5%
50 000	125 000	40 000	80%	37,3%
50 000	150 000	48 000	96%	39,4%
50 000	175 000	56 000	112%	41,8%
50 000	200 000	64 000	128%	44,7%
50 000	225 000	72 000	144%	48,0%

Исходя из табл. 9.5, было бы крайне неразумно увеличивать объем долга за пределы минимально возможного уровня денежного потока, даже, несмотря на то, что так можно поднять рентабельность капитала в заоблачные высоты. Лучшим вариантом является принятие одного из более низких уровней долга, который все еще позволяет использовать часть минимальной суммы денежного потока для покрытия других операционных нужд.

Для тех отраслей, например, парков развлечений, где денежный поток сильно варьируется от месяца к месяцу, или для авиакомпаний, где он меняется с более длительными циклами, идея об увеличении доли долга до чрезмерных уровней обычно не является хорошей. Причина в том, что в периоды спада денежные потоки, скорее всего, будут оставаться на крайне низких уровнях и весьма возможно, что потребуется привлечение дополнительного долга просто для поддержания текущей деятельности. Когда это случается, крупная сумма денежного потока, которая привязана к обслуживанию долга, делает очень вероятным то, что компании будет трудно выполнять свои обязательства по долговым платежам, что повышает риск банкротства. Напротив, если имеется исключительно стабильный и предсказуемый уровень денежного потока, который в минимальной степени подвержен влиянию долгосрочных циклов в бизнесе, то компания, которой посчастливилось оказаться в такой ситуации, идеально подходит для использования преимуществ более высокого финансового рычага и, соответственно, более высокой рентабельности капитала. Ключ в том, чтобы быть восприимчивым к колебаниям денежного потока и моделировать надлежащее соотношение долга и капитала в соответствии с этими колебаниями.

ВЫВОДЫ

В этой главе мы рассмотрели различные компоненты взвешенной стоимости капитала и их изменение в зависимости от применимости (или неприменимости) налоговых вычетов. Благодаря налогам, существует сильный стимул к использованию долга вместо собственного капитала, но это может вести к значительному дополнительному риску, если компания не способна покрывать платежи по основному долгу или процентам. Мы также объяснили, почему текущая рыночная стоимость капитала предпочтительнее балансового метода при использовании стоимости капитала для оценки новых проектов. Средневзвешенная стоимость капитала, учитывая полные знания об ее применении, а также о последствиях при неправильных расчетах, является прекрасным образцом для определения способности предложенных новых проектов обеспечивать положительный денежный поток для корпорации, а также для расчета дисконтированных денежных потоков от реализации существующих проектов.

ГЛАВА 10

ПЛАНИРОВАНИЕ КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЙ*

Одной из наиболее частых задач финансового анализа, с которыми сталкивается финансовый директор, является оценка капиталовложений. В некоторых отраслях, сумма средств, направляемых на капитальные улучшения, составляет очень значительную долю продаж и поэтому заслуживает тщательного анализа, чтобы убедиться, что компания разумно инвестирует свои деньги в собственное совершенствование. В этом разделе мы изучаем концепцию пороговой ставки (hurdle rate), а также три самых распространенных метода оценки капитальных вложений. В конце рассматривается форма заявки на капиталовложение и анализ реализованного проекта, который завершает полный цикл оценки капитального проекта в ходе его утверждения, реализации и эксплуатации.

ПОРОГОВАЯ СТАВКА

Когда на рассмотрение финансового директора представлена заявка на капиталовложение, ему или ей необходима некоторая база для проведения оценки. Что является хорошим капиталовложением? Будет ли это проект с самым крупным чистым денежным потоком или тот, который использует меньше всего капитала, или есть какая-то другая мера оценки?

Стандартным критерием капиталовложения является пороговая ставка. Это ставка дисконтирования, при которой все инвестиции компании должны показывать положительный денежный поток. Ее называют пороговой ставкой потому, что сумма всех денежных потоков должна превышать порог этой ставки, в противном случае соответствующие инвестиции не будут одобрены. Использование дисконтирования является исключительно важным, поскольку оно сокращает стоимость входящих и исходящих

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из главы 3 книги *Financial Analysis* by Bragg (John Wiley & Sons, 2000)

денежных потоков, запланированных на какое-то время в будущем, и таким образом они становятся сравнимыми со стоимостью денежных потоков в настоящее время. Без использования ставки дисконтирования мы оценивали бы стоимость денежного потока через десять лет как равную стоимости денежного потока, имеющегося прямо сейчас. Однако разница между ними состоит в том, что средства, полученные сейчас, могут зарабатывать процент на протяжении следующих десяти лет, в то время как нет такой возможности для инвестирования средств, которые появятся через десять лет. Следовательно, ставка дисконтирования является великолепным уравнителем, который позволяет нам непосредственно сравнивать денежные потоки в различные периоды.

Пороговая ставка базируется на стоимости капитала, которая обстоятельно рассмотрена в главе 9 «Стоимость капитала». Это средняя стоимость финансовых средств, используемых компанией, и она основана на средней стоимости ее долга, собственного капитала и различных других источников финансирования, которые являются комбинациями этих двух основных форм финансирования. Например, если компания определила, что ее стоимость капитала равна 16%, то дисконтированные денежные потоки от всех новых капиталовложений при этой ставке дисконтирования должны давать положительную прибыль. Если они не дают ее, тогда поток средств в процессе капитальных вложений не будет достаточным для возмещения компанией тех денег, которые она инвестировала. Таким образом, основой для анализа финансовым директором предполагаемых капитальных вложений, является пороговая ставка.

Компания может использовать несколько пороговых ставок, в зависимости от характера инвестиций. Например, если компания должна установить оборудование, которое сделает ее выбросы в атмосферу отвечающими федеральным стандартам качества воздуха, то здесь вообще нет пороговой ставки — компания должна выполнить эту работу или она будет оштрафована правительством. Другая крайность: компания может применять высокую пороговую ставку ко всем проектам, которые считаются необычно рискованными. Например, если капитальные проекты предназначены для расширения существующего производства, то здесь предполагается очень незначительный риск, и пороговая ставка, соответствующая стоимости капитала, воспринимается как достаточная. Однако если капитальные расходы предназначены для производственной линии, которая создает задел на новом рынке, где компания является первым участником, и никто не знает, к каким продажам это приведет, то пороговая ставка может быть установлена на несколько процентных пунктов выше стоимости капитала. Таким образом, к разным ситуациям могут применяться различные пороговые ставки.

Обосновав, почему пороговая ставка является фундаментальным уровнем, по которому оцениваются все капитальные вложения, мы рассмотрим одно исключение из правила — период окупаемости.

ПЕРИОД ОКУПАЕМОСТИ

Мы только что видели, как основным критерием оценки капиталовложений является способность приносить прибыль, которая превышает пороговую ставку. Однако в этом методе недостает одного важного элемента, состоящего в том, что он не полностью объясняет инвестиционный риск в форме, которая вполне понятна для управляющих. Инвестиционный риск можно определить как вероятность того, что не будет возвращена первоначальная инвестиция, либо не будет достигнута запланированная рентабельность. Для выявления или устранения подобных проектов можно просто использовать дисконтирование с более высокой пороговой ставкой. Например, если проект считается рискованным, то повышение пороговой ставки уменьшит его чистую сегодняшнюю стоимость, что делает одобрение этой инвестиции руководством менее вероятным. Однако менеджеры могут испытывать неудобство, имея дело с методами дисконтированных денежных потоков, так как они просто хотят знать, сколько времени потребуется на то, чтобы получить назад вложенные средства. Хотя это явно ненаучный метод анализа денежных потоков, автору еще предстоит найти команду менеджеров, которая не будет настаивать на изучении расчета окупаемости наряду с другими, более утонченными методами анализа.

Существует два метода расчета периода окупаемости. Первый метод прост в применении, но он может дать искаженный результат. Расчет состоит в делении капиталовложения на среднегодовой денежный поток от операций. Например, в табл. 10.1 мы имеем совокупность денежных потоков, которые сильно смещены к периодам времени, которые наиболее удалены в будущее. Сумма этих денежных потоков равна 8 750 000 долл., или в среднем 1 750 000 долл. в год. Предположим также, что первоначальная инвестиция составляла 6 000 000 долл. Исходя из этой информации, период окупаемости равен частному от деления 6 000 000 долл. на 1 750 000 долл., т. е. 3,4 года. Однако если мы посмотрим на совокупность денежных потоков в табл. 10.1, то станет очевидно, что денежные поступления не покрывают капиталовложение у отметки 3,4 года. На самом деле, фактические денежные поступления не превышают 6 000 000 долл. вплоть до начала

Таблица 10.1. **Совокупность денежных потоков для расчета периода окупаемости**

Год	Денежный поток
1	$1 000 000
2	1 250 000
3	1 500 000
4	2 000 000
5	3 000 000

пятого года. Что случилось? Совокупность денежных потоков в этом примере была так смещена в будущие периоды, что средний годовой денежный поток не отражал ежегодный фактический денежный поток. Таким образом, мы можем использовать метод усреднения только в том случае, если совокупность будущих денежных потоков является относительно равномерной из года в год.

Самым точным способом расчета периода окупаемости является подсчет вручную. Это означает, что мы вычитаем общую сумму ожидаемых денежных поступлений из остатка инвестиций год за годом до тех пор, пока не придем к правильному показателю. Например, в табл. 10.2 мы воспроизвели совокупность денежных потоков из табл. 10.1, но теперь добавили графу, в которой показаны чистые капитальные вложения, остающиеся в конце каждого года. С ее помощью можно добраться до конца четвертого года; мы знаем, что денежные потоки окупят капиталовложение где-то в течение пятого года, но у нас нет помесячных денежных потоков, которые скажут нам, когда точно это произойдет. Вместо этого, мы можем предположить средние денежные потоки в течение этого периода, которые составляют 250 000 долл. (6 000 000 долл. денежных поступлений в этом году, деленные на 12 месяцев). Поскольку в конце четвертого года оставалось только 250 000 долл. чистых инвестиций и ровно столько составляет месячная величина денежного потока в пятом году, мы можем предположить, что период окупаемости равен 4,1 года.

Как уже отмечалось, период окупаемости не является высоко научным методом, поскольку он полностью игнорирует временную стоимость денег. Тем не менее позволит руководству определить, сколько времени пройдет, прежде чем вернутся инвестированные средства, и станет полезной информацией, особенно в условиях (например, высоких технологий), где инвестиции должны обеспечивать почти мгновенную окупаемость, прежде чем морально устареть. Соответственно, расчет периода окупаемости, как правило, включают в анализ капиталовложений, хотя он обязательно должен дополняться анализом дисконтированных денежных потоков, который описывается в следующих двух параграфах.

Таблица 10.2. **Совокупность денежных потоков для ручного подсчета периода окупаемости**

Год	Денежный поток	Чистый остаток инвестиций
0	0	$6 000 000
1	$1 000 000	5 000 000
2	1 250 000	3 750 000
3	1 500 000	2 250 000
4	2 000 000	250 000
5	3 000 000	—

ЧИСТАЯ ПРИВЕДЕННАЯ СТОИМОСТЬ

Типичное капиталовложение состоит из серии денежных потоков, как входящих, так и исходящих, которые будут продолжаться до тех пор, пока инвестиция не будет в какой-то момент ликвидирована. Эти денежные потоки состоят из многих элементов: первоначального платежа за оборудование, постоянных расходов на техническое обслуживание, остаточной стоимости оборудования при его конечной продаже, налоговых платежей, выручки от реализации товаров и т. д. Поскольку денежные потоки приходят и уходят в течение многих лет, проблема в том, как их сопоставить в анализе, проводимом в настоящее время? Как отмечалось ранее в параграфе о пороговых ставках, мы можем использовать ставку дисконтирования для сведения стоимости будущего денежного потока к тому, сколько он стоил бы сейчас. Применяя ставку дисконтирования к каждому предполагаемому денежному потоку, мы можем уменьшить их и затем сложить друг с другом, что дает единое обобщающее значение, отражающее нынешнюю стоимость всего капитального вложения. Она известна как чистая приведенная стоимость (net present value, NPV).

Чтобы показать, как работает чистая приведенная стоимость, мы перечислили в табл. 10.3 денежные потоки (как входящие, так и исходящие) капитальных затрат, которые, как ожидается, рассчитаны на пять лет. Год указан в первом столбце, величина денежного потока во втором и ставка дисконтирования в третьем. В последнем столбце умножаются денежный поток из второго столбца и ставка дисконтирования из третьего. Общий итог денежного потока указан в правом нижнем углу таблицы.

Таблица 10.3. **Простой пример чистой приведенной стоимости**

Год	Денежный поток	Коэффициент дисконтирования	Приведенная стоимость
0	–$100 000	1,0000	–$1 000 000
1	+25 000	,9257	+23 148
2	+25 000	,8573	+21 433
3	+25 000	,7938	+19 845
4	+30 000	,7350	+22 050
5	+30 000	,6806	+20 418
		Чистая приведенная стоимость	+$6894

Коэффициент дисконтирования 8%

Заметьте, что коэффициент дисконтирования в табл. 10.3 прогрессивно убывает из года в год, поскольку денежные потоки, отстоящие дальше в будущем, стоят меньше тех, которые получены ранее. Коэффициенты дисконтирования публикуются в таблицах приведенной стоимости, которые

имеются во многих бухгалтерских и финансовых учебниках. Кроме того, это стандартное вычисление, производимое карманными калькуляторами среднего уровня. Другим вариантом является ручной расчет приведенной стоимости по следующей формуле:

$$\text{Приведенная стоимость будущего денежного потока} = \frac{\text{Будущий денежный поток}}{(1 + \text{Ставка дисконтирования})^{(\text{число периодов дисконтирования})}}$$

Согласно этой формуле, если мы ожидаем получать 75 000 долл. в год и ставка дисконтирования равна 15%, то расчет следующий:

$$\text{Приведенная стоимость} = \frac{\$75\,000}{(1 + .15)^1}$$

$$\text{Приведенная стоимость} = \$65\,217{,}39$$

Пример, показанный в табл. 10.3 является наипростейшим. В реальности необходимо учитывать несколько дополнительных факторов. Во-первых, может быть несколько входящих и исходящих денежных потоков в каждый период, а не единая итоговая сумма, показанная в примере. Если финансовый директор хочет знать точно, что является основой каждого денежного потока, то лучше всего добавить строку к расчету приведенной стоимости, которая четко указывает характер каждой статьи и дисконтирует ее отдельно от других построчных статей. Другая проблема — какие статьи включать в анализ и какие исключать. Основное правило состоит в том, чтобы включать статью, если она влияет на денежный поток, и не включать, если она не влияет. Обычными построчными статьями денежного потока, включаемыми в анализ приведенной стоимости, являются:

- *Денежные поступления от продаж.* Если капиталовложение ведет к дополнительным продажам, тогда вся валовая прибыль, получаемая от этого капиталовложения, должна включаться в анализ.
- *Денежные поступления и расходы, связанные с покупкой и продажей оборудования.* Должен иметься денежный расход, когда товар покупается, и денежный приход, когда оборудование больше не нужно и продается.
- *Денежные поступления и расходы, связанные с оборотным капиталом.* Когда осуществляется капиталовложение, оно обычно включает использование некоторых дополнительных запасов. Если имеются дополнительные продажи, то, вероятно, будут и дополнительные счета дебиторской задолженности. В любом случае, это дополнительные инвестиции, которые должны быть включены в анализ в качестве денежных расходов. Кроме того, если капиталовложение когда-либо ликвидируется, то запасы будут предположительно распроданы, а дебиторская задолженность получена. Поэтому в анализе должны быть постатейные строки, расположенные

в конце срока проекта, которые показывают денежные поступления от ликвидации оборотного капитала.

- *Денежные расходы на техническое обслуживание.* Если задействовано производственное оборудование, то будет необходимо периодическое техническое обслуживание для обеспечения надлежащей работы этого оборудования. Если имеется контракт на техническое обслуживание с поставщиком, который выполняет сервисные работы, то это также следует включать в анализ.
- *Денежные расходы на налоги.* Если имеется прибыль от новых продаж, которые связаны с капиталовложением, тогда прирост подоходного налога, которыи может быть обусловлен этими дополнительными продажами, должен быть включен в анализ. Кроме того, если задеиствовано много единиц производственного оборудования, то следует включать и ежегодные налоги на имущество, которые могут быть связаны с этим оборудованием.
- *Денежные поступления в результате налогового влияния амортизации.* Амортизация является законным налоговым вычетом. Соответственно, амортизация, порожденная закупкой капитального оборудования, должна учитываться как вычет из денежных расходов, связанных с подоходными налогами. Хотя в действительности амортизация это всего лишь начисление, она все же имеет чистое денежное влияние, обусловленное сокращением налогов, и поэтому должна быть включена в расчет чистой приведенной стоимости.

Метод чистой приведенной стоимости является наилучшим способом увидеть, имеет ли предлагаемое капиталовложение достаточную рентабельность, оправдывающую использование какого-либо необходимого финансирования. Кроме того, она показывает сумму денежных средств, созданных сверх корпоративной пороговой ставки, и позволяет руководству ранжировать проекты по сумме денег, которые они потенциально могут принести. Это является хорошим способом определить, какие проекты финансировать при недостатке средств для оплаты всех предложенных капиталовложений. В следующем параграфе мы рассмотрим альтернативный метод дисконтирования, который концентрирует внимание на норме рентабельности денежных потоков капиталовложения, а не на сумме денег, остающейся после дисконтирования по стандартной пороговой ставке, как это было в случае чистой приведенной стоимости.

ВНУТРЕННЯЯ НОРМА РЕНТАБЕЛЬНОСТИ

Конечным результатом расчета чистой приведенной стоимости является сумма денег, которая заработана или потеряна после дисконтирования всех денежных потоков по заранее установленной пороговой ставке. Это хороший метод оценки, но что если руководство хочет знать общую рентабельность инвестиций,

которую обеспечивает эта совокупность денежных потоков? Кроме того, что делать, если чистая приведенная стоимость является отрицательной, но всего лишь на небольшую величину, и поэтому менеджерам важно, насколько далеко отклоняется рентабельность проекта от пороговой ставки? И что делать, если правление хочет ранжировать проекты в соответствии с их общим уровнем рентабельности, а не по чистой приведенной стоимости?

На все эти вопросы можно ответить, используя метод внутренней нормы рентабельности (internal rate of return, IRR).

Метод IRR очень похож на метод чистой приведенной стоимости, поскольку мы используем ту же схему денежных потоков, постатейно учитывая поступления и расходы в течение года. Разница в том, что при использовании метода IRR мы применяем подход «больше — меньше» для нахождения ставки дисконтирования, при которой денежные потоки равны нулю. В этой точке ставка дисконтирования равна рентабельности инвестиции, обеспечиваемой всей совокупностью денежных потоков, связанных с данным капиталовложением. Чтобы показать, как работает этот метод, мы начнем со стандартной схемы чистой приведенной стоимости, представленной в предыдущем параграфе. На этот раз мы имеем другой набор годовых денежных потоков, показанный в табл. 10.4. Различие между этим вычислением и расчетом чистой приведенной стоимости состоит в том, что мы собираемся угадать правильную величину рентабельности и ввести ее в столбец «Внутренняя норма рентабельности». Мы вставляем ставки дисконтирования для каждого года, используя минимальное предположение о рентабельности 7%.

Таблица 10.4. Расчет внутренней нормы рентабельности (заниженная оценка)

Год	Денежный поток	Внутренняя норма рентабельности = 7%	Приведенная стоимость
0	–$250 000	1.000	–$250 000
1	+55 000	9345	+51 398
2	+60 000	8734	+52 404
3	+65 000	8163	+53 060
4	+70 000	7629	+53 403
5	+75 000	7130	+53 475
		Чистая приведенная стоимость	+$13 740

Конечным результатом расчета является положительная чистая приведенная стоимость в размере 13 740 долл. Поскольку мы ищем такую ставку IRR, при которой чистая приведенная стоимость равна нулю, это означает, что мы должны повысить IRR. Если бы чистая приведенная стоимость была отрицательной, то мы понизили бы ставку IRR. Предположим более высокую ставку IRR 9% и вновь проведем вычисления, как показано в табл. 10.5.

Таблица 10.5. **Расчет внутренней нормы рентабельности (завышенная оценка)**

Год	Денежный поток	Внутренняя норма рентабельности = 9%	Приведенная стоимость
0	–$250 000	1.000	–$250 000
1	+55 000	.9174	+50 457
2	+60 000	8417	+50 502
3	+65 000	7722	+50 193
4	+70 000	.7084	+49 588
5	+75 000	6499	+48 743
		Чистая приведенная стоимость	–$517

Результат расчета в табл. 10.5 очень близок к искомой величине. Если мы хотим попробовать еще несколько вычислений «больше — меньше», то можем получить ноль при более точном значении IRR. В данном примере фактическая IRR равна 8,9%.

Этот подход кажется очень медленным, и это действительно так. Если у читателя есть доступ к электронным таблицам, типа Microsoft Excel, то другим методом является ввод в них совокупных денежных потоков и ввод формулы, которую компьютер использует для мгновенного расчета внутренней нормы рентабельности. Например, распечатка экрана, показанная в табл. 10.6, содержит ту же совокупность денежных потоков, что была показана ранее в табл. 10.4 и 10.5. В данном случае мы использовали формулу Excel для внутренней нормы рентабельности, чтобы получить автоматический расчет IRR. Для наглядности мы продублировали эту формулу в текстовом формате сразу под основной формулой.

Таблица 10.6. **Расчет внутренней нормы рентабельности**

Год	Денежный поток
0	($250 000)
1	55 000
2	60 000
3	65 000
4	70 000
5	75 000
Внутренняя норма рентабельности (IRR)	**8,9%**
Текст формулы IRR:	**= IRR(E6:E11)**

Внутреннюю норму рентабельности лучше всего использовать вместе с чистой приведенной стоимостью, поскольку когда IRR используют изолированно, она может ввести в заблуждение. Одна из проблем в том, что она поощряет капиталовложения с очень высокой рентабельностью, даже если

совокупная долларовая прибыль довольно мала. Например, потенциальная инвестиция 10 000 долл. дает прибыль 3000 долл., что равно рентабельности 30%, и ранжируется выше, чем инвестиция 100 000 долл. с прибылью 25 000 долл. (что дает рентабельность 25%). В этом случае меньший проект безусловно имеет более высокую рентабельность, однако более крупный проект принесет в целом больше денег, чем меньший. Если бы денег хватало только для одного из двух проектов, скажем, стоимостью 100 000 долл., и был выбран меньший проект из-за его более высокой рентабельности, то общая прибыль оказалась бы меньше оптимальной, поскольку основная часть средств вообще не была бы инвестирована. В этой ситуации заработано всего 3000 долл., даже несмотря на то, что могло быть инвестировано 100 000 долл., и это дает всего лишь 3% прибыли на общий фонд финансирования. Таким образом, если есть слишком много капитальных инвестиций, конкурирующих за весьма ограниченные фонды, то выбор капиталовложений исходя только из их IRR, может вести к неоптимальным решениям.

Другая проблема состоит в том, что расчет IRR предполагает, что все денежные потоки, выдаваемые проектом в течение срока его жизни, могут быть инвестированы с той же нормой рентабельности. Это не всегда является оправданным допущением, поскольку может оказаться, что доходы от особой инвестиции, которая дает уникально высокую рентабельность, невозможно инвестировать даже близко к этому уровню рентабельности.

Несмотря на недостатки, метод IRR является научно обоснованным способом определения ставки доходности всей совокупности денежных потоков капиталовложения. Однако, поскольку он не учитывает общую сумму денег, даваемую инвестицией, то лучше всего использовать его вместе с расчетом чистой приведенной стоимости, чтобы провести самый полный анализ капиталовложения.

ФОРМА ЗАЯВКИ НА КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЕ

Когда финансового директора просят провести анализ потенциального капиталовложения, то самой объемной задачей является сбор всей необходимой информации о нем. Это может потребовать встреч со служащими, работающими над этим капиталовложением, с целью определения графика и величины всех первоначальных и последующих расходов, а также графика и объема всех будущих денежных поступлений, не говоря уже о конечной ликвидационной стоимости какой-то части закупаемого оборудования. В процессе сбора этой информации может стать очевидным, что некоторые статьи все же отсутствуют, что потребует выхода на другой уровень сбора данных. В конечном итоге финансовый директор может обнаружить, что время для сбора информации намного превышает время, необходимое для анализа собранной информации. Если нужно рассмотреть много капитальных заявок,

то стадия сбора данных для анализа может легко превратиться в работу на полной ставке.

Хороший способ полностью избежать фазы сбора информации в процессе подготовки инвестиционного предложения — переложить ее на менеджеров подразделений. Финансовый директор может создать стандартную форму, типа той, что показана в табл. 10.7, в которой точно указана требуемая информация. Эта форма может иметь формат бланка, возможно, в виде электронной таблицы, который по электронной почте направляется всем менеджерам. Затем они заполняют нужные графы (все графы, заполненные пользователем, в примере выделены курсивом) и отправляют по электронной почте назад финансовому директору для рассмотрения. Это устраняет трудоемкую работу по сбору информации и при этом предоставляются данные именно в том формате, который нужен для расчета основных показателей для финансового директора, таких как период окупаемости, чистая приведенная стоимость и внутренняя норма рентабельности. Тем самым сводится к минимуму не только работа по сбору данных, но и большая часть соответствующего анализа.

Форма, показанная в табл. 10.7, разделена на несколько основных частей. Первая часть ознакомительная, где мы указываем имя ответственного за проект, дату предоставления заявки и даем описание проекта. Для компании, имеющей дело со многими капитальными проектами, возможно, будет полезно включать также идентификационный номер каждого проекта. Следующая часть самая важная — в ней перечисляются все денежные поступления и расходы в обобщенном виде за каждый год. В приведенной форме есть место только для денежных потоков за пять лет, но для компаний с долгосрочными инвестициями это можно расширить. Денежные расходы показаны отрицательными числами, а поступления — положительными. Сумма годовой амортизации проставляется в столбце «Налоговый эффект от ежегодной амортизации». Столбец налоговых вычетов, показанных сразу под суммами амортизации, является результатом автоматических вычислений размера налоговых вычетов, исходя из ставки налога, указанной в крайнем правом столбце. Все денежные потоки по каждому году затем суммируются в крайнем правом столбце. Сразу под их суммой находится серия показателей, включающая период окупаемости, чистую приведенную стоимость и внутреннюю норму рентабельности, которые базируются в основном на показанной здесь же пороговой ставке. В нашем примере, перечисленные денежные потоки дают рентабельность 9,4%, что чуть ниже корпоративной пороговой ставки 10%. Поскольку ставка дисконтирования выше фактической рентабельности, то чистая приведенная стоимость является отрицательной. Кроме того, этот проект может считаться рискованным, поскольку количество лет, которое требуется для того, чтобы окупить первоначальные инвестиции, является весьма продолжительным. В следующем разделе формы указан тип проекта. Цель этого раздела — выявить те капиталовложения, которые должны быть

Таблица 10.7. **Форма заявки на капиталовложение**

Ответственный за проект: Х. Хендерсон **Дата подачи заявки:** 09/00/02

Описание инвестиции:
Дополнительный пресс для газетной печати

Денежные потоки:

Год	Оборудование	Оборотный капитал	Техническое обслуживание	Налоговый эффект от ежегодной амортизации	Ликвидационная стоимость	Выручка	Налоги	Итого
0	–5 000 000	–400 000		800 000				–5 400 000
1			–100 000	320 000		1 650 000	–700 000	1 170 000
2			–100 000	320 000		1 650 000	–700 000	1 170 000
3			–100 000	320 000		1 650 000	–700 000	1 170 000
4			–100 000	320 000		1 650 000	–700 000	1 170 000
5		400 000	–100 000	320 000	1 000 000	1 650 000	–700 000	2 570 000
Итого	–5 000 000	0	–500 000	2 400 000	1 000 000	8 250 000		1 850 000

Ставка налога:	40%
Пороговая ставка:	10%
Период окупаемости:	4,28
Чистая приведенная стоимость:	(86 809)
Внутренняя норма рентабельности:	9,4%

Тип проекта (отметить одно):

Требования законодательства	
Новая продукция	
Расширение производства старой продукции	Да
Ремонт/замена	
Безопасность производства	

Разрешения:

Сумма	Вид	Подпись
<$5000	Менеджер	
$5–19 999	Генеральный директор	
$20–49 999	Президент	
$50 000+	Совет директоров	

сделаны, независимо от их рентабельности; обычно это обусловлено законодательством или требованиями безопасности. Кроме того, если проект связан с выпуском новой продукции, руководство может оценить его как особенно рискованный, что потребует более высокой пороговой ставки. Этот раздел идентифицирует подобные проекты. В последней части представлены визы руководителей. Она указывает уровень руководителя, который может разрешать тот или иной объем капиталовложений, и обеспечивает, чтобы необходимое количество менеджеров рассмотрело каждую инвестицию. Этот формат является достаточно полным, чтобы дать финансовому директору необходимую информацию для быстрого анализа большинства проектов.

Хотя форма заявки на капиталовложение является хорошим способом заставить ответственных за проект собирать информацию для финансового директора, она не гарантирует, что конечный продукт будет свободен от ошибок — это далеко не так. Руководители подразделений могут не иметь четкого представления о том, какая информация вводится в каждую графу формы, и поэтому они могут проставить неправильные данные, используя которые финансовый директор сделает затем неправильный анализ. Чтобы не допустить этого, необходимо предпринять несколько шагов. Первый состоит в написании краткой инструкции, прилагаемой ко всем формам, в которой четко описывается, какая информация вводится в каждое поле заявки. Другим вариантом является проведение инструктажа всех новых менеджеров по всем пунктам формы, чтобы они имели ясное представление о том, как их заполнять. Еще одним вариантом, если форма распространяется в Excel, является включение инструкций в ячейку «Комментарии», которая может быть добавлена к каждой клетке таблицы; при перемещении курсора в клетку на экране появляется комментарий, объясняющий, как заполнять каждое поле. Последнее и самое важное — финансовый директор должен встретиться с ответственным за любой крупный проект, чтобы тщательно рассмотреть все аспекты представленной заявки. В отношении крупных проектов очень важно перепроверить все данные, поскольку даже небольшая ошибка может привести к неправильным результатам анализа, что чревато значительными и неожиданными финансовыми потерями.

Последняя проблема, связанная с использованием формы заявки на капиталовложение, состоит в том, что бюрократически мыслящая личность может произвести на свет слоноподобную форму. Это случается, когда бухгалтерия хочет увидеть все мыслимые детали в оправдание каждого анализируемого денежного потока. Хотя бухгалтеры думают, что они всего лишь проявляют бдительность, менеджеры, которые должны заполнять формы, по объему равные роману, несомненно, думают иначе. Для них заполнение формы заявки станет обременительной обязанностью, которую надо отложить или избежать любой ценой. Чтобы не допустить появления этой ситуации, финансовый директор должен помнить, что большинство капитальных заявок являются весьма небольшими, обычно тяготеющими к нижнему

лимиту капитализации, и поэтому не требуют обширного анализа. Лишь очень немногие крупные капитальные инвестиции требуют углубленного рассмотрения, и поэтому к ним следует относиться скорее как к исключению, а не правилу. Исходя из данной логики, форма заявки на капиталовложение должна быть небольшой, а финансовый директор может провести дальнейшие расследования, если размер или неопределенность капиталовложения оправдывают это

Форму заявки на капиталовложение сравнительно нетрудно разработать и, вместе с сопроводительной инструкцией, она является одним из лучших способов повысить качество информации, поступающей к финансовому директору для анализа капиталовложений.

АНАЛИЗ РАБОТАЮЩЕГО ПРОЕКТА

Самый большой просчет большинства систем анализа капиталовложений делается не на стадии первоначального анализа, а на стадии, когда проект уже вступил в строй без него. Обычно финансовый директор направляет основные усилия на заполнение формы заявки на капиталовложение, инструктаж менеджеров по ее использованию и затем установлению контрольных пунктов по всей системе, чтобы обеспечить прохождение всеми капитальными заявками установленной процедуры одобрений. Однако если нет методологии, подтверждающей, что менеджер ввел точные данные в форму заявки, что делается посредством сравнения фактических результатов с плановыми, то менеджеры в конечном счете придут в мысли, что они могут изменять цифры в заявке, чтобы преодолеть корпоративную пороговую ставку, даже если эта информация неправильная. Но если менеджеры знают, что их первоначальные оценки будут обстоятельно проверять и критиковать в какой-то момент, то они гораздо ответственнее заполнят первоначальные капитальные заявки. Таким образом, проверка в конце капитального проекта будет способствовать большей точности в начале.

Анализ фактических расходов можно начинать до того, как капитальная инвестиция полностью окупилась. Финансовый директор может вычленить платежи, производимые в каждом месяце, и сравнить их с общей суммой, запланированной менеджером проекта. Итог, значительно превышающий одобренные расходы, стал бы затем основанием для оперативного рассмотрения на правлении. Этот метод лучше всего работает в отношении самых крупных капитальных расходов, где детальное рассмотрение платежной информации стоит дополнительных затрат труда бухгалтеров, если это может предотвратить крупные переплаты. Он также правомерен, когда капитальные расходы охватывают длительные периоды времени, и таким образом можно проводить серии анализов результатов за месяц. Однако этот метод не подходит, если рассматриваемые расходы касаются одной статьи и производятся

путем одноразового платежа. Тем не менее такая покупка все же может быть оценена путем сравнения суммы закупочного ордера компании с суммой, указанной в заявке на капиталовложение.

Когда проект реализован, могут появиться связанные с ним денежные поступления. Если это так, то ежеквартальное сравнение фактических и плановых денежных поступлений является самым частым из сравнений, которые необходимо проводить, причем во многих случаях достаточно ежегодного сравнения. Такой анализ держит менеджеров в курсе дел по всем капитальным проектам и дает знать ответственным за проекты, что их оценки будут предметом пристального изучения в будущем, т. е. когда это мероприятие запланировано. В тех компаниях, выживание которых зависит от эффективности использования капитала, может быть, стоит даже привязать пересмотры окладов менеджеров к точности их заявок на капитальные вложения.

Пример анализа реализуемого проекта показан в табл. 10.8. В верхней части отчета фактические денежные расходы сравниваются с запланированными, а в средней части все фактические денежные расходы сравниваются с плановыми. Заметьте, что раздел денежных расходов является заполненным, поскольку все они были произведены в начале проекта, в то время как раздел поступлений еще не заполнен до конца, потому что проект завершил только третий год пятилетнего плана. Для оставшихся двух лет работы в таблице есть столбец оценочных денежных поступлений, где отражен проект инвес-

Таблица 10.8. **Сравнение фактических и плановых денежных потоков капиталовложения**

Наименование	Факт	Предполагаемый факт	План	Фактическая приведенная стоимость*	Плановая приведенная стоимость*
Денежные расходы					
Капитальные статьи	$1 250 000	—	$1 100 000	$1 250 000	$1 100 000
Оборотные средства	750 000	—	500 000	750 000	500 000
Всего расходов	$2 000 000	—	$1 600 000	$2 000 000	$1 600 000
Денежные поступления					
Год 1	250 000		$250 000	$229 350	$229 350
Год 2	375 000		400 000	315 638	336 680
Год 3	450 000		500 000	347 490	386 100
Год 4		450 000	500 000	318 780	354 200
Год 5		450 000	500 000	292 455	324 950
Всего поступлений	$1 075 000	$900 000	$2 150 000	$1 503 713	$1 631 280
Чистая приведенная стоимость	—	—	—	–$496 287	+$31 280

При ставке дисконтирования 9%

тиций на оставшиеся годы, исходя из результатов последнего года, за который имеются фактические цифры. Эти проектируемые данные можно использовать для расчета чистой приведенной стоимости. Мы сравниваем фактическую и плановую чистую приведенную стоимость в конце отчета, чтобы руководство могло посмотреть, нет ли здесь каких-либо проблем, требующих исправления. В нашем случае, первоначальные издержки проекта, как в плане капитальных затрат, так и оборотных средств, были настолько выше плановых, что фактическая чистая приведенная стоимость демонстрирует твердый дефицит. В этом случае руководству следует провести жесткий анализ с целью сокращения оборотных средств, поскольку это самая крупная статья внеплановой утечки денег, и при этом посмотреть, нельзя ли увеличить денежные поступления, чтобы привести их в соответствие с запланированными ежегодными суммами в последние два года инвестиции.

ВЫВОДЫ

В этой главе мы рассмотрели некоторые из наиболее фундаментальных методов анализа, с которыми столкнется финансовый директор, а именно использование периода окупаемости, чистой приведенной стоимости и внутренней нормы рентабельности для определения того, следует ли компании вкладывать средства в капитальный проект. Столь же важным для этого анализа, хотя, к сожалению, и упускаемым из виду слишком многими компаниями, является последующий анализ частично или полностью завершенных капитальных вложений, поскольку эта информация сообщает компании, какие инвестиции были успешными и какие нет. Только овладев всеми методами, отмеченными в этой главе, финансовый директор может стать эффективным аналитиком по вопросам капитальных инвестиций.

ГЛАВА 11

ДРУГИЕ ВОПРОСЫ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА*

Стоимость капитала и планирование капиталовложений являются обширными темами, и поэтому им были посвящены отдельные предыдущие главы. Однако финансовому директору необходимы и другие аналитические методы, сущность которых можно объяснить более кратко, и они представлены в этой главе. Первым является анализ риска, рассматривающий изменчивость данных, используемых финансовым директором при принятии решений. Другим — производственные мощности, показатели которых важны, чтобы определить способность организации изменить сумму дохода от продукции, и, кроме того, позволит отследить «узкие места» в производстве. Последним аналитическим инструментом является график безубыточности, который дается с возрастающими уровнями сложности, чтобы показать влияние разнообразных переменных. Все эти инструменты потребуются финансовому директору в его или ее работе.

АНАЛИЗ РИСКА

Иногда финансового директора просят высказать мнение, основанное на *предполагаемой информации*. Это случается всякий раз, когда делается прогноз развития бизнеса или оценка продаж. В частности, это исходный элемент при любой разработке денежного потока для капитальных вложений. Даже если существует небольшая разница между фактическими и плановыми денежными потоками проекта, это приведет к отрицательной чистой приведенной стоимости и означает, что реализуемый проект не следовало одобрять изначально. Чтобы избежать этой проблемы, нужно иметь хорошее представление о риске любого планирования, где не исключена вероятность того, что фактическая стоимость будет значительно отклоняться от ожидаемой.

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из глав 8, 13 и 17 книги *Financial Analysis* by Bragg (John Wiley & Sons, 2000)

Существует несколько грубых способов измерить распределение данных. Они покажут финансовому директору, как предполагаемые результаты соразмеряются с относительно центральной средней величиной. Проанализировав несколько показателей, можно получить хорошее представление о плотности расположения результатов. Если они близко друг от друга, то риск не достичь предполагаемого результата низкий, в то время как высокая степень разброса отражает значительные разногласия относительно предполагаемого результата; эта ситуация связана с более высоким риском.

Первой задачей при определении разброса данных является нахождение центра, или средней величины, данных, чтобы понять, как далеко отклоняются показатели от этой точки. Есть несколько способов обнаружения этой точки. Вот они:

- *Арифметическая средняя.* Это сумма всех проектировок, деленная на общее число проектировок. Она редко совпадает с конкретным значением какой-либо из проектировок, поскольку она не базируется на какой-то одной проектировке — это просто средняя из всех точек. Она просто уравновешивает самые крупные и самые маленькие проектировки. Обычно она бывает неточной, если исходные данные включают одну-две проектировки, которые значительно отличаются от других проектировок, что приводит к средней, отклоняющейся в сторону значительно отличающейся проектировки.
- *Медиана* Это точка, при которой половина проектировок находится ниже, а половина — выше ее. Если предположить, что используется четное число проектировок, то медиана является средней из двух усредненных стоимостей. Используя этот метод, можно избежать влияния любых отклоняющихся проектировок, которые радикально отличаются от основной группы.
- *Мода.* Это наиболее часто встречающаяся стоимость в группе исходных проектировок. Так как она не находится под влиянием каких-либо крайних проектировок, в определенном смысле, она представляет самую популярную из них.

Выбирая, какой из вышеупомянутых способов использовать в качестве средней точки данных, мы должны помнить, почему мы берем эту среднюю точку. Если целью является определение уровня риска, то мы хотим выяснить, насколько далеко проектировки отклоняются от центра. Поскольку мы будем включать крайние значения в нашей следующей системе мер, мы не будем брать их в расчет центра проектировок. Соответственно, мы используем медиану, которая игнорирует отдаленные значения, в качестве выбранной нами системы измерений для определения средней величины предполагаемых результатов.

Следующий шаг — определить, насколько далеко от медианы находятся проектировки. При небольшом числе проектировок это довольно просто. Просто возьмите наибольшую и наименьшую величины стоимости из спис-

ка результатов. Затем определите процент, на который наибольшая и наименьшая стоимости отклоняются от медианы. Для этого мы делим разность между наибольшей стоимостью и медианой на медиану, и рассчитываем такое же отклонение между медианой и наименьшей стоимостью. Это подходящий способ определить диапазон возможных результатов. Например, были собраны следующие проектировки денежных потоков для анализа степени риска:

- Набор проектировок возможных денежных потоков:

  $250, $400, $675, $725, $850 и $875

- Медиана равна средней величине третьей и четвертой стоимости, что составляет:

  $700

- Процент отклонения наибольшей стоимости от медианы равен:

  ($875 – $700) / $700 = 25%

- Процент отклонения наименьшей стоимости от медианы равен:

  ($700 – $250) / $700 = 64%

Если разница между медианой и наибольшей возможной оценкой составляет только 25%, а разница между медианой и наименьшей возможной оценкой 64%, тогда мы видим, что существует некоторая вероятность, что фактический результат будет выше ожидаемого, но при этом имеется значительный риск, что он может оказаться ниже ожидаемого.

Другим способом определения дисперсии является расчет *стандартного отклонения*. Этот метод измеряет усредненный разброс данных относительно средней. Другими словами, он дает число, представляющее собой величину, на которую усредненное значение данных отклоняется вверх или вниз от центра. Мы можем разделить его на среднюю данных, чтобы получить процентное отношение, называемое *коэффициентом вариации*. Это превосходный способ преобразования стандартного отклонения, которое выражается в единицах, в процентную величину. Это значительно лучший путь представления диапазона отклонения внутри группы проектировок, поскольку не всегда можно сказать, является ли стандартное отклонение 23 долл. хорошим или плохим, но когда оно преобразовано в процент отклонения 3%, мы можем видеть, что это число указывает на очень плотное расположение данных относительно центра. В табл. 11.1 мы используем приведенные выше данные для определения стандартного отклонения, средней и коэффициента вариации.

Таким образом, вычисления в табл. 11.1 показывают, что набор проектировок, использованный нами в качестве исходных данных, значительно от-

Таблица 11 1 **Расчет стандартного отклонения и коэффициента вариации**

1 Формула Excel для расчета стандартного отклонения в наборе данных следующая
= STOEV(250,400,675,725,850,875)
= 252

2 Расчет средней для всех значений
= (сумма всех значений/число значений)
= (250 + 400 + 675 + 725 + 850 + 875) / 6

3. Расчет коэффициента вариации
= (стандартное отклонение) / (средняя)
= 252 / 629
= 40%

клоняется от центра группы, особенно вниз, что заставляет финансового директора считать, что существует высокая степень риска того, что ожидаемый результат не будет достигнут.

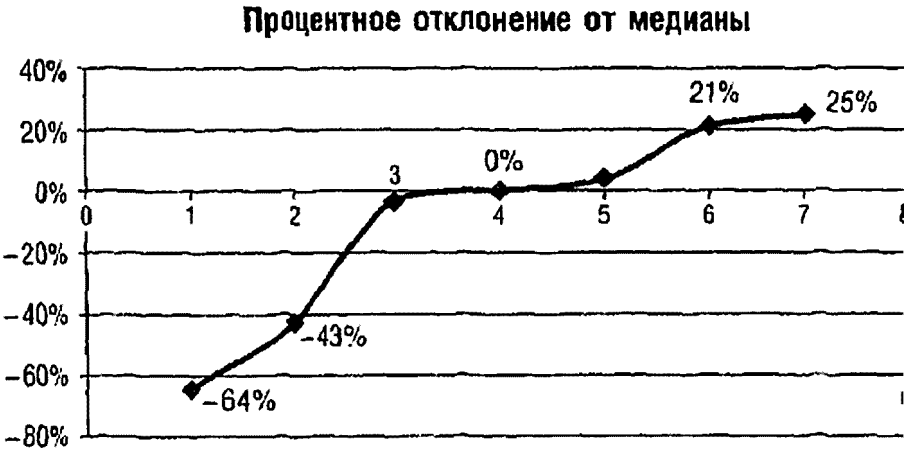
Иногда, команда менеджеров, получивших информацию о риске, не будет испытывать ужас от сообщения о чудовищном коэффициенте вариации 80% или стандартном отклонении 800 единиц. Они не знают, что означают эти показатели, и у них нет времени, чтобы выяснить это. Более подходящим для них будет графическое представление данных о дисперсии. Они могут увидеть диапазон оценок на графике и затем решить для себя, имеется ли здесь проблема с риском.

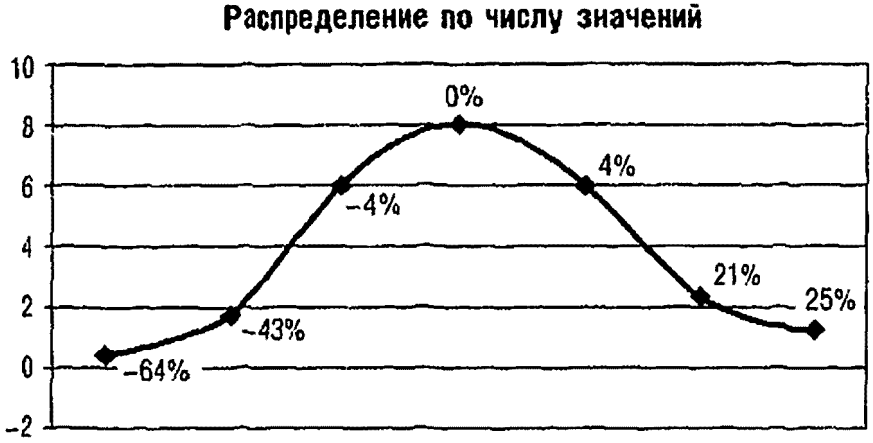
При построении графика, показывающего дисперсию, мы можем представить данные в виде процентного отклонения каждой точки от центра. В табл. 11.2 мы взяли информацию о проектировках из табл. 11.1 и преобразовали ее в проценты от медианы.

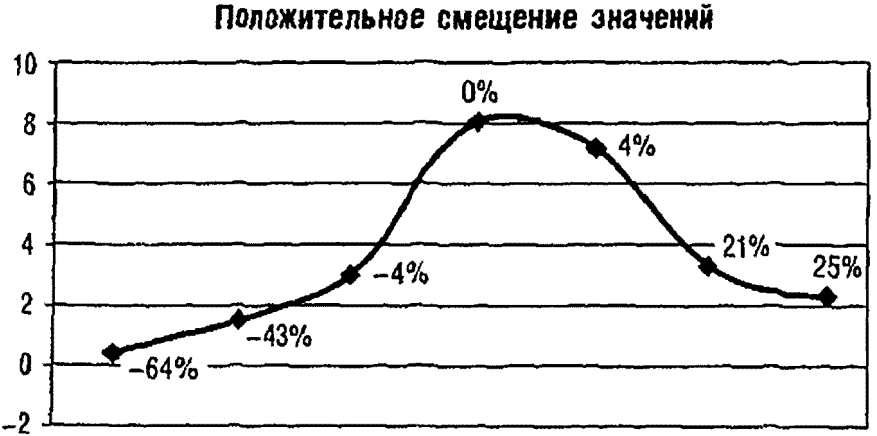
Таблица 11 2. **Отклонение данных, измеренное в процентах**

Проектировка	Процентное отклонение от медианы
$250	–64
$400	–43
$675	–4
$700 (медиана)	**0**
$725	4
$850	21
$875	25

При переводе в графическую форму табл. 11.1 дает нам широкий процент распределения данных по обеим сторонам от оси X, что служит хорошим индикатором реального распределения данных относительно средней. На рис. 11.3 мы воспроизвели данные табл. 11.2 на верхнем графике.


Процентное отклонение от медианы
40%
20%
0%
-20%
-40%
-60%
-80%
0
1
2
3
4
5
6
7
-64%
-43%
0%
21%
25%


Распределение по числу значений
10
8
6
4
2
0
-2
-64%
-43%
-4%
0%
4%
21%
25%


Положительное смещение значений
10
8
6
4
2
0
-2
-64%
-43%
-4%
0%
4%
21%
25%

представления информации, однако для тех вариантов, с которыми работает финансовый директор, редко будет иметься достаточно данных для представления в виде такого графика. Если они имеются, то еще одним вариантом может стать последний график в нижней части таблицы, который показывает данные, смещенные в правую сторону графика. Это указывает на преобладание оценок, которые тяготеют, или «смещены», к более высокому краю диапазона оценок. Обратный график, имеющий отрицательное смещение, показывал бы определенный сдвиг в левую сторону графика. Из графиков, представленных на рис. 11.3, скорее всего, будет использоваться только первый, озаглавленный «Процентное отклонение от медианы», поскольку в большинстве ситуаций у финансового директора имеется совсем немного вариантов значений. Тем не менее любые из этих графиков следует использовать при подготовке презентаций для руководства о рискованности проектировок, *поскольку эти графики очень легко понять.*

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ МОЩНОСТЕЙ

Производственный потенциал состоит из трудовых и технических ресурсов. Если эти ресурсы не используются достаточно эффективно, то имеется прямой повод избавиться от них путем либо увольнения (в случае трудовых ресурсов), либо продажи оборудования (в случае машин). В первом случае, увольнение обычно влечет за собой кратковременный убыток в виде затрат на выплату выходного пособия, за которым следует увеличение прибыли, поскольку больше нет долгосрочного обязательства по зарплате. Во втором случае, продажа машины не оказывает большого влияния на прибыль, но это ведет к улучшению денежного потока за счет поступления выручки от продажи; эти средства можно использовать различными способами для повышения стоимости компании, например, реинвестировать в новые машины, погасить долг, выкупить акции и т. д. Поэтому финансовый директор, который внимательно следит за уровнями использования производственных мощностей по всей компании и делает рекомендации относительно поддержания их на оптимальных режимах, будет оказывать значительное влияние как на прибыль, так и на денежные потоки.

Основная проблема, о которой нужно помнить при проведении такого анализа, состоит в том, что финансовый директор обычно консервативен и хочет максимизировать использование имеющихся производственных мощностей и избавиться от всего, что не используется. Это может быть неправильное решение, если в ближайшее время предполагается заметно повысить уровень производства. Если бы руководство последовало совету финансового директора и избавилось от излишних производственных мощностей как раз накануне крупного расширения производства, то потребовались бы

огромные и, возможно, дорогостоящие усилия, чтобы вернуть в компанию вновь понадобившиеся мощности. Поэтому финансовый директор должен поработать вместе с отделом продаж, чтобы определить будущие тенденции сбыта (и, следовательно, производства), прежде чем рекомендовать какие-либо сокращения производственных мощностей.

Загрузка производственных мощностей также обнаруживает те места в производственном процессе, где работа тормозится. Эти технологически «узкие места» мешают производственной линии достичь ее потенциального объема производственной выручки. Финансовый директор может использовать информацию об «узких местах» двумя путями. Первый — это порекомендовать улучшить технологически «узкие места» для того, чтобы повысить потенциальный объем создаваемой выручки. Второй — указать, что любые капитальные усовершенствования в других секторах производства являются, по существу, бесполезной тратой денег (с точки зрения увеличения объема производства), поскольку вся продукция будет скапливаться перед технологически «узким местом».

Другой полезный способ использования финансовым директором информации о загрузке производственных мощностей состоит в определении ценовых уровней. Например, если компания имеет крупный избыток производственных мощностей и не намерена продавать их в ближайшее время, то имеет смысл (и выгодно) устанавливать на дополнительно реализуемые товары такие цены, которые обеспечивают лишь минимальную норму прибыли. Это обусловлено тем, что нет другого применения для оборудования или производственного персонала. Если не созданы низкоприбыльные рабочие места, то единственной альтернативой этому является отсутствие рабочих мест вообще, и, соответственно, вообще никакой прибыли. Однако если финансовый директор знает, что производственное оборудование работает с максимальной загрузкой, то в такое время надо быть разборчивым в отношении дополнительных продаж и соглашаться только на те, которые приносят крупную прибыль. Кроме того, можно подумать о прекращении приема заказов на низкоприбыльную продукцию, вымывая таким образом низкоприбыльную продукцию из ассортимента производимых товаров в пользу более современных и высокоприбыльных изделий. Хотя это довольно прибыльный метод, но он может вызвать раздражение покупателей, поставленных в ситуацию «бери или уходи» компанией, которая отказывается принимать новые заказы, если покупатель не соглашается на более высокие цены. Поэтому установление минимальных цен на дополнительные продажи тесно связано не только с тем, как много производственных мощностей имеет компания, но также и с ее долгосрочной стратегией относительно того, как она хочет обращаться со своими покупателями.

Последней областью, где анализ производственных мощностей можно использовать для изменения уровня прибыли, являются слияния и поглощения. Если группа, занимающаяся поглощением, изучает возможность покуп-

ки другой компании, но может оправдать ее только при наличии значительной синергии, тогда пристальный взгляд на загрузку производственных мощностей целевой компании может обеспечить требуемое увеличение прибыль. Например, если целевая организация имеет большой объем избыточных производственных мощностей, то компания-покупатель может предположить, что значительная часть избыточного оборудования или производственных линий может быть продана, давая тем самым дополнительный денежный поток. Другой подход состоит в покупке компании с целью немедленного использования ее избыточных производственных мощностей. Этот подход дает дополнительную выгоду, позволяя компании тщательно проанализировать нормы прибыли по продуктам, продаваемым обеими компаниями, устраняя низкоприбыльную продукцию, производимую по настоянию клиентов, и оставляя высокоприбыльную продукцию обеих компаний, а также перегруппировав производственные мощности в соответствии с запросами наиболее ценных покупателей. Еще одним фактором является то, что создание требуемых производственных мощностей с нуля может обойтись дороже, чем покупка компании, которая уже имеет не только оборудование, но и опыт его использования. В силу всех этих причин, анализ загрузки производственных мощностей должен быть основной частью стратегии любого слияния или поглощения.

Компания имеет разные виды деятельности, где отслеживание использования мощностей представляется достаточно важным. Больше всего измеряют загрузку оборудования, поскольку команда менеджеров всегда заинтересована в том, чтобы дорогие станки работали как можно больше с тем, чтобы инвестированные средства не были потрачены впустую. Поэтому отслеживание загрузки *дорогостоящих активов*, несомненно, является распространенной деятельностью. Однако, другим направлением, которое многие организации упускают из виду, является измерение загрузки какой-либо *технологически узкой операции*. Это никак не связано с дорогим активом, а, скорее, с определением того, влияет или нет ключевая операция в процессе на успешное проведение трансакции. Например, если несколько производственных линий поставляют свою продукцию одному-единственному лицу, которое должно упаковать и отгрузить ее, и это лицо не справляется с объемом продукции, прибывающей на ее рабочее место, то она является технологически узкой операцией, которая влияет на своевременное выполнение производственного плана. Поскольку она является узким местом, ее загруженность следует отслеживать самым внимательным образом. Эта работница не является дорогостоящей машиной, и на самом деле может получать очень маленькую зарплату, но потенциально она сдерживает реализацию большого объема продукции, которая не может быть отправлена покупателям. Следовательно, измерение степени загруженности имеет в этой ситуации весьма большой смысл.

Развивая мысль о планировании загрузки технологически узких мест, отметим, что недостаточно отслеживать загрузку одной такой операции, поскольку по мере того, как в систему вносятся улучшения, узкое место будет

перемещаться на другие стадии производственного процесса. Так, ключевым принципом концепции «точно вовремя» является постоянная работа менеджеров по выявлению и ликвидации узких мест. В результате, каждое конкретное узкое место устраняется, но затем на первый план анализа и усовершенствования выходит вторая самая ограничивающая операция, за которой, в свою очередь, последует третья, и т. д. Поэтому лучше выявить *все* операционные центры и отслеживать их загрузку в комплексе. Используя этот более совершенный подход, менеджеры могут выявить зарождающиеся узкие места и преодолеть их, прежде чем они превратятся в серьезные проблемы.

Что касается станочного парка, то отслеживание загрузки практически всего оборудования также полезно, не только потому, что оно также потенциально является технологически узким местом, но и вследствие обратной проблемы. Станок, который не используется, является бесполезной растратой инвестированного капитала, и его следует, по-возможности, продать. Детальный отчет о загрузке производственного оборудования позволяет выделить простаивающие станки, что дает подсказку менеджерам, какое оборудование потенциально можно устранить. Эта информация особенно полезна, когда станки группируются в отчете по типам, и, таким образом, по каждой группе станков имеются итоговые данные о загрузке. Если станки в каждой группе могут использоваться взаимозаменяемо для выполнения однотипной работы, то менеджеры могут затем определить общий объем работ по каждой группе и добавить или убрать станки, чтобы удовлетворить производственные потребности, что ведет к более эффективному использованию капитала. Такой отчет показан ниже в табл. 11.4.

Компания часто думает о производственном потенциале только в категориях текущего показателя отработанных смен и соответствующим образом отслеживает использование своих производственных мощностей. Например, производственное подразделение, работающее одну смену в восемь часов и использующее в течение этого времени все свое оборудование, считает, что оно использует свой производственный потенциал на 100%. На самом деле, оно использует только одну треть имеющегося времени суток, что оставляет значительный простор для расширения производства. Поэтому при разработке показателей загрузки производственных мощностей всегда следует использовать в качестве основы максимальную величину теоретической производительности, а не продолжительность времени в течение суток, которая задействована в настоящее время. Для отдельного дня это 24 часа, а для недели 168 часов. По месяцам общее число часов будет варьироваться, поскольку количество дней в месяце колеблется от 28 до 31. Чтобы преодолеть эту проблему, легче отслеживать загрузку на еженедельной основе, используя либо четыре, либо пять недель в отдельных месяцах, в зависимости от конечных дат этих месяцев, и таким образом в отчете о загрузке производственных мощностей все месяцы года (кроме последнего) показывают результаты за полные недели, за четыре, либо за пять.

Таблица 11.4. **Отчет о загрузке производственных мощностей**

Номер оборудования	Описание оборудования	Отработано часов	Отработано часов	5/8–5/15 Отработано часов	5/2–5/8 Отработано часов	Месяц: Апр. Отработано часов	Март Отработано часов	Февр. Отработано часов
B1100/BM04	Пресс	150	142	139	132	112	122	104
B2000/BM03	Пресс	149	135	137	152	114	154	119
		89%	82%	82%	85%	67%	82%	66%
01-25	25 т	123	125	126	132	138	125	111
02-90/TO11	90 т	150	158	152	137	117	132	144
03-90/TO10	90 т	129	168	164	129	126	111	120
04-90/TO09	90 т	75	50	94	138	142	167	147
16-55/AG01	55 т	132	168	163	59	125	109	102
		73%	80%	83%	71%	61%	62%	61%
05-150/TO08	150 т	141	150	147	162	133	139	133
06-150/TO07	150 т	119	130	137	152	122	124	127
07-198/TO06	198 т	147	135	133	77	114	132	54
08-200/TO05	200 т	110	120	124	141	117	101	113
17-190/TA05	190 т	138	141	127	116	97	106	91
		78%	80%	80%	77%	69%	72%	62%
09-300/TO04	300 т	168	168	168	133	148	125	148
10-300/TO03	300 т	0	50	79	143	135	142	129
11-330/TO02	330 т	148	149	129	136	93	125	100
20-390/TA04	390 т	110	127	121	158	128	136	154
21-375/C106	375 т	92	100	102	84	78	77	102
26-400/TO01	400 т	47	85	124	116	101	78	120
		56%	67%	72%	76%	68%	68%	75%
12-500/CI05	500 т	91	168	166	137	113	62	50
14-500/CI04	500 т	74	85	100	96	107	142	96
18-450/VN02	450 т	168	162	163	164	103	111	119
24-500/VN01	500 т	125	0	167	163	161	96	106
25-500/TA03	500 т	132	139	145	162	146	128	89
		70%	66%	88%	86%	75%	64%	55%
13-700/CI03	700 т	168	151	146	142	106	78	60
15-700/VN03	700 т	0	153	107	152	133	118	118
19-720/TA02	720 т	102	109	115	161	115	58	113
22-700/CI01	700 т	111	59	74	154	74	76	144
23-950/TA01	950 т	104	168	126	159	110	91	112
		58%	76%	68%	91%	64%	50%	65%
		66%	74%	78%	80%	71%	66%	66%
		68%	74%	78%	81%	70%	67%	66%

Некоторые компании уменьшают величину производственного потенциала на величину простоев в праздничные дни, например, в Рождество или День Благодарения. Хотя это возможно и законные праздники, но производственные мощности все равно остаются в наличии в это время и могут использоваться, если компания сможет найти людей, готовых работать в эти дни. Следовательно, хотя традиция и говорит, что этих часов нет, они могут быть, если компания готова заставить персонал отработать их, и поэтому их все же следует включать в базовый потенциал для всех показателей загрузки.

Если решение о проведении анализа загрузки мощностей принято, то какой формат следует использовать для представления его результатов? Посмотрите на отчет о загрузке производственных мощностей, представленный в табл. 11.4, который указывает часы работы 28 машин по формовке пластмассы. Идентификационный номер каждой машины указан в левом столбце, а ее производительность в тоннах — в соседнем. Последующая группа из пяти столбцов показывает недельную загрузку в часах каждой машины. Три последних столбца показывают среднюю недельную загрузку машины в предыдущие три месяца. Кроме того, имеются промежуточные итоги для всех прессов и для пяти видов машин литья под давлением, сгруппированных по величине тоннажа.

Формат этого отчета позволяет менеджерам, просмотрев его слева направо, определить тенденции в использовании оборудования, и, исходя из нижней части страницы, рассчитать загрузку по группам машин. Этот второй фактор исключительно важен в штамповочном бизнесе, поскольку каждая машина является очень дорогой и должна быть продана, если не используется в достаточной степени. Например, посмотрите диапазон от 300 до 400 тонн, показанный в средней части отчета. Группа из шести машин стабильно демонстрирует коэффициент использования от 68 до 76%. Можно ли убрать одну машину и, распределив работу между их меньшим числом, повысить общий показатель загрузки всех машин? Чтобы получить ответ, исходя из отчетного периода с самой высокой загрузкой в 76%, каковым является первая неделя мая, сложим все фактические часы работы этой группы машин, составляющие 770, и разделим итог на общее количество часов, которое могут работать машины этой группы, предполагая, что одна машина продана. Общее количество часов, которые можно использовать для производства, будет равно 168 (т. е. 7 дней умноженные на 24 часа в день) умноженное на 5 машин, что составляет 840. Результатом является использование 92% максимального объема работы, который имел место в последнем квартале года. Следовательно, ответ состоит в том, что теоретически возможно убрать одну машину в диапазоне от 300 до 400 тонн и все же выполнить всю работу.

Однако при использовании отчета о загрузке производственных мощностей для такого рода выводов необходимо учитывать несколько дополнительных факторов. Первый — это надежность машины. Если в прошлом она ломалась, то в формулу загрузки надо вставить стандартное число часов

ремонта на период работы, которое уменьшит теоретическую производительность оборудования. Другой проблемой является то, что демонтаж машины обычно производится с целью денежных поступлении от ее продажи. Но как быть, если машины, которые с наибольшей вероятностью пойдут на продажу, принесут лишь небольшую сумму денег? Если это так, то, может быть, имеет больше смысла сохранить оборудование, даже неиспользуемое, чтобы оно могло выполнять дополнительную работу в случае увеличения объема продаж. Еще одной проблемой являются возможные трудности привлечения достаточного числа работников для обслуживания или управления машиной на протяжении всех теоретических часов ее работы. Например, обычной практикой организации с сокращенным количеством ремонтных рабочих является объединение их в дневной смене для максимально эффективной работы, что означает, что любые поломки машин в остальные часы приведут к их простою до тех пор, пока на следующий день не появятся ремонтники. Наконец, предыдущий пример показывает, как менеджеры доводят фактическую загрузку оборудования до 92%. Разумно ли это, если менеджеры, по существу, удалили всю оставшуюся резервную мощность, продав излишнюю машину? Что если один из клиентов внезапно увеличит заказ и обнаружит, что компания не может выполнить работу, поскольку все машины загружены? Результатом будет не только потеря выручки, но, возможно, даже и потеря покупателя.

Одним из направлений, где анализ использования оборудования может дать искаженные результаты, является ситуация, когда процесс состоит либо из множества мелких работ, каждая из которых требует небольшого времени на переналадку оборудования, либо, напротив, из незначительного числа работ, требующих очень длительной переналадки. В обоих случаях величина отчетной загрузки мощностей никогда не достигнет 100%, поскольку необходимое для переналадки время займет часть рабочего времени, которое предположительно считается производительным. Одной из мер, которые руководство может предпринять с целью смягчения этой проблемы, является сокращение времени переналадки, необходимой для перехода на другое изделие. Это обычно предполагает видеозапись процесса переналадки, и затем анализ пленки вместе с бригадой наладчиков с целью определения и внесения технологических изменений, которые приведут к сокращению времени переналадки.

Проблема выручки, возникающая в случаях, когда время переналадки съедает значительную часть общего рабочего времени, состоит в том, что отдел продаж может пообещать покупателям, что работа над их заказами начнется очень скоро, поскольку отчет о загрузке оборудования, казалось бы, обнаруживает наличие большой избыточной мощности. Когда оказывается, что длительные переналадки не оставляют какого-либо времени на выполнение дополнительных клиентских заказов, то покупатели могут разместить их в другом месте. Чтобы решить эту проблему, необходимо определить величину *практической мощности*, которая равна общей мощности

минус среднее время переналадки. Если усилия по сокращению времени переналадки, упомянутые в предыдущем абзаце, дают результаты, то величина практической мощности будет возрастать, поскольку время, имеющееся для производительного использования, будет увеличиваться по мере того, как время переналадки сокращается. Следовательно, анализ практической мощности следует проводить довольно часто, чтобы убедиться, что используется правильная величина.

Проблема использования практической мощности в качестве стандартной меры того, как много работы еще можно загрузить в производственную систему, состоит в том, что она основана на средней величине фактических данных о наличной мощности за несколько недель или месяцев. Однако если имеется одна или несколько работ с запланированной переналадкой, которая требует необычно большого времени, то отчетная величина практической мощности не будет отражать реальность. Аналогичным образом, если фактическое время переналадок очень невелико, то истинная мощность будет выше отчетной практической мощности. Поскольку практическая мощность является исторической средней, фактическая мощность почти всегда будет несколько выше или ниже этой средней величины. Хотя компания со значительным избытком мощностей может назвать это крохоборством, но компания с максимальной загрузкой оборудования может обнаружить, что оказалась в тупике из-за отсутствия резервного времени или каких-то неплановых простоев. В любом случае, недостоверная информация о наличной мощности обходится дорого. Компании с хорошо отлаженным программным обеспечением планирования производственных ресурсов (manufacturing resource planning, MRP II) могут избежать этой проблемы путем точного планирования работ и времени переналадки и обновления данных сразу после того, как сделаны изменения.

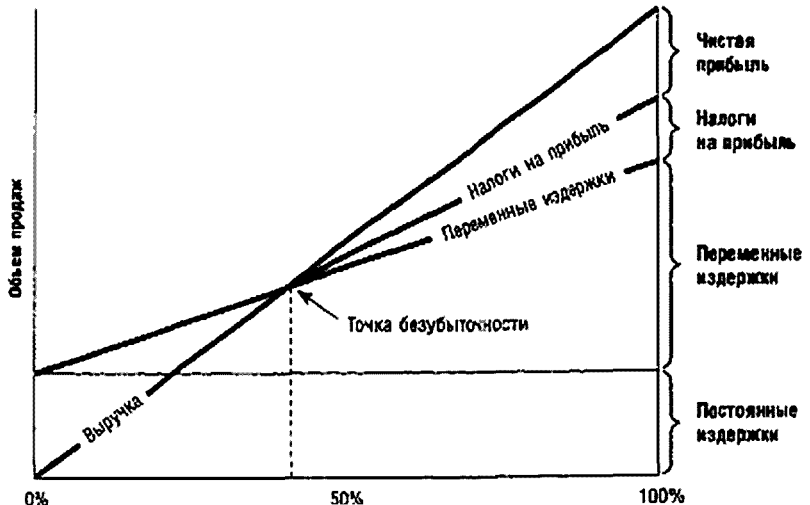
АНАЛИЗ БЕЗУБЫТОЧНОСТИ

Обычно имеется очень узкий диапазон отпускных цен и затрат, в рамках которого компания может работать прибыльно. Если она не установит минимальную цену на уровне, покрывающем ее постоянные и переменные затраты, она быстро израсходует свои денежные резервы и выйдет из бизнеса. В условиях конкуренции цены опускаются до уровня, на котором они едва покрывают издержки, и прибыль очень невелика, либо отсутствует вовсе. На этом уровне только компании, хорошо знающие свои уровни безубыточности и уровни безубыточности своих конкурентов, могут принимать правильные решения о ценах и издержках, позволяющие сохранять конкурентоспособность. Данный параграф показывает, как рассчитывать точку безубыточности (также известную как соотношение «издержки — объем — прибыль»), и дает несколько более сложных вариантов ее базовой формулы.

Формула безубыточности очень проста. Чтобы определить точку безубыточности, складывают все постоянные издержки по анализируемой компании или продукту и делят их на соответствующую норму валовой прибыли. Результатом является уровень продаж, при котором компания не будет ни терять, ни зарабатывать деньги — это и есть точка безубыточности. Формула следующая:

$$\frac{\text{Совокупные постоянные издержки}}{\text{Норма валовой прибыли}} = \text{Безубыточный уровень продаж}$$

Для тех, кто математической формуле предпочитает графическое представление, может быть информативным график безубыточности. На примерном графике, показанном на рис. 11.5, мы провели горизонтальную линию, представляющую постоянные издержки, которые должны быть покрыты валовой прибылью, независимо от уровня продаж. Уровень постоянных издержек будет колебаться с течением времени и вместе с экстремальными изменениями объема продаж, но мы предполагаем отсутствие каких-либо изменений ради упрощения анализа. Кроме того, имеется восходящая линия, которая начинается в левом конце линии постоянных издержек и проходит направо через весь график. Это процент переменных издержек, типа прямых затрат труда и материалов, которые необходимы для создания продукта. Последним важным компонентом графика является линия продаж, которая на-



чинается в нижнем левом углу графика и идет в верхний правый угол. Объем продаж в денежном выражении указан на вертикальной оси, а величина производственных мощностей, использованных для создания реализованной продукции, указана на горизонтальной оси. Наконец, имеется линия, которая проходит вправо от отмеченной точки безубыточности и которая всегда находится между линией продаж и линией переменных издержек. Она отражает затраты на подоходный налог. Это основные компоненты графика безубыточности.

Полезно также заглянуть между строк графика и понять, что представляют собой объемы. Например, как отмечено на рис. 11.5, область под линией постоянных издержек показывает сумму постоянных издержек, которую необходимо покрыть прибылью от продукта. Область между линией постоянных издержек и линией переменных издержек показывает общие переменные издержки при разных объемах продаж. Область ниже линии прибыли и выше линии переменных издержек — это расходы на уплату подоходного налога при различных объемах продаж. Наконец, область ниже линии выручки и выше линии налогов на прибыль показывает величину ожидаемой чистой прибыли при разных объемах продаж.

Хотя предыдущий график безубыточности представляется довольно простым, существуют дополнительные переменные, которые могут сделать реальный анализ безубыточности гораздо более трудным для понимания. Одной из таких переменных являются постоянные издержки. Это противоречие в определении, поскольку любые издержки могут меняться с течением временем или выходить из числа факторов производства. Например, накладные расходы по группе инженеров могут считаться постоянными издержками, если продуктовая линия требует регулярных улучшений и усовершенствований. Однако как быть, если руководство решает постепенно снимать продуктовую линию и «доить» ее ради денежного потока, вместо того, чтобы поддерживать качество и стиль продукта на современном уровне? Если так, то инженеры больше не нужны, и связанные с ними постоянные издержки исчезают. Любая ситуация, где руководство, по существу, устраняет продуктовую линию в долгосрочном плане, вероятно, приведет к снижению накладных расходов.

Гораздо более распространено изменение постоянных издержек вследствие привлечения дополнительных работников или оборудования для поддержки возросшего уровня сбытовой активности. Как отмечено на графике безубыточности, представленном на рис. 11.6, постоянные издержки шагнут на более высокий уровень (явление, известное как ступенчатый прирост затрат — *step costing*) при достижении определенного уровня загрузки производственной мощности. Примером является ситуация, когда компания достигла максимума в использовании одной смены и должна добавить управленческие и другие накладные расходы, типа затрат на электроэнергию и природный газ, для того, чтобы ввести дополнительную смену. Другим примером является ситуация, когда должен быть введен в строй новый цех

или куплена дополнительная машина. Всякий раз, когда это случается, руководство должно пристально взглянуть на объем постоянных издержек, которые появятся, поскольку после их добавления уровень чистой прибыли может оказаться ниже, несмотря на возросший объем продаж. На рис. 11.6 максимальная величина прибыли, которую компания может получить, находится на уровне продаж как раз *перед* появлением дополнительных постоянных издержек, поскольку увеличение постоянных издержек является столь значительным. Хотя ступенчатый прирост затрат не всегда предполагает такое крупное увеличение издержек, как показано на графике, это несомненно важный фактор, о котором нужно помнить при наращивании мощностей с целью обеспечения дополнительного объема продаж. Короче, большие продажи не обязательно ведут к большей прибыли.

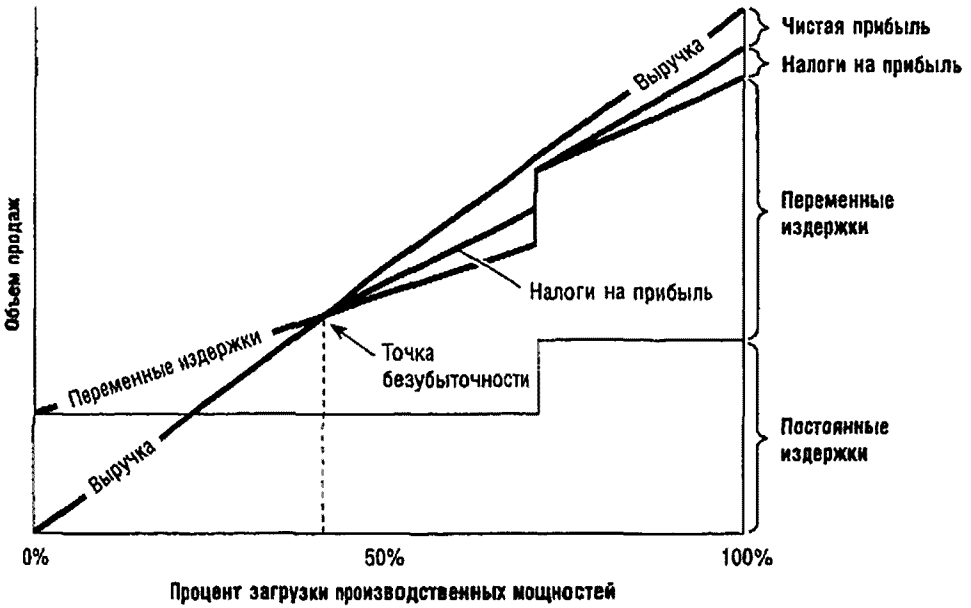


Рис. 11.6. *График безубыточности, включающий влияние ступенчатого прироста затрат*

Следующей переменной в формуле безубыточности является линия переменных издержек. Хотя кто-то может подумать, что переменные издержки это просто процентная доля, которая состоит из трудовых и материальных затрат и никогда не колеблется, это не так. Эта доля может колебаться значительно и нередко падает, в то время как объем продаж возрастает. Причина изменения в том, что при размещении крупных заказов отдел снабжения может получить лучшие условия от поставщиков. Кроме того, поставки в объеме полной загрузки автомобиля или вагона приводят к меньшим транспортным расходам, чем при малых партиях. Результат показан на рис. 11.7,

где процент переменных издержек достигает максимума, когда объем продаж минимален, и постепенно снижается по мере роста объема.

Поскольку материальные и транспортные издержки имеют тенденцию сокращаться при росте объема, то, очевидно, что прибыль будет расти в ускоренном темпе по мере того, как объем продаж идет вверх, хотя при более высоких уровнях загрузки мощностей могут появиться проблемы ступенчатого прироста затрат.

Еще одной проблемой является то, что доля переменных издержек не будет сокращаться равномерно. Вместо этого, как показано на рис. 11.7, будут существовать конкретные уровни объема, при которых издержки будут падать. Это объясняется тем, что снабженцы могут договариваться о снижении цен только при определенных объемах закупок. После получения такой ценовой скидки, другой возможности для дальнейшего снижения цены не представится, пока не будет достигнут иной и более высокий уровень объема.

Изменения постоянных и переменных издержек в анализе безубыточности являются сравнительно простыми и предсказуемыми, но теперь мы переходим к последней переменной — объему продаж — который может изменяться по нескольким причинам, что делает его предсказание самым трудным из трех компонентов.

Первой причиной, по которой линия объема на графике безубыточности может отклоняться, является ассортимент проданных товаров. Идеально прямая линия объема, восходящая из нижнего левого в верхний правый угол графика, предполагает, что на всех уровнях объема будет продаваться

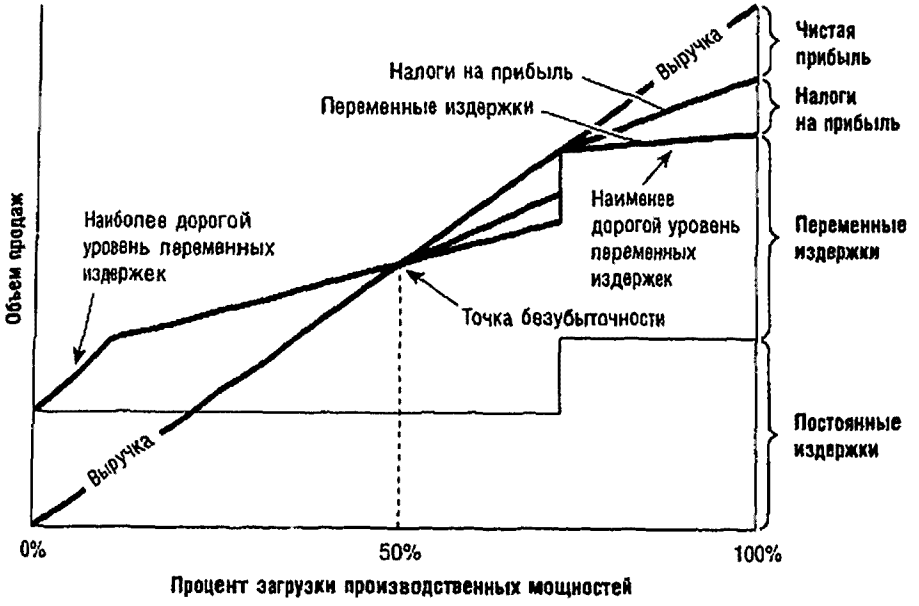


Рис. 11.7. График безубыточности, включающий влияние объема закупок

абсолютно одинаковый набор товаров. К сожалению, это действительно редкая ситуация, поскольку какой-то товар всегда становится более популярным у покупателей, что приводит к большим продажам и изменению общей товарной структуры. Если нормы прибыли различных реализуемых товаров различаются, тогда любые изменения в товарной номенклатуре приведут к изменению, вверх или вниз, объема продаж, что может оказывать либо положительное, либо отрицательное влияние на итоговую прибыль. Поскольку очень трудно предсказать, как ассортимент продаваемых товаров будет изменяться при разных объемах продаж, большинство финансовых директоров не пытаются менять товарную структуру в своих проектировках, принимая тем самым риск того, что в ней могут произойти некоторые отклонения.

Более распространенной проблемой, которая воздействует на линию объема в расчете безубыточности, является то, что цены товаров не остаются неизменными при росте объема. Напротив, компания обнаруживает, что она может устанавливать высокую цену вначале, когда товар новый и конкурирует с небольшим числом других товаров в небольшой нише рынка. Позже, когда руководство решает увеличить производство, цена единицы товара снижается, чтобы обеспечить продажи более широкому кругу покупателей или посредникам, которые могут выбирать между конкурирующими товарами. Например, цена персонального компьютера когда-то была на уровне 3000 долл., что было доступно менее 10% семей. Сейчас цена персонального компьютера упала до 400 долл., и более 50% семей имеют их. Таким образом, больший объем ведет к снижению цены единицы товара. Результат проявляется на рис 11.8, где выручка от реализации единицы продукции постепенно снижается, несмотря на продолжающийся рост объема производства, что становится причиной гораздо более медленного увеличения прибыли, чем было бы при росте выручки по прямой, неизмененной линии.

График безубыточности на рис 11.8 может заставить менеджеров дважды подумать, прежде чем проводить стратегию высокого объема продаж, поскольку отнюдь не обязательно, что прибыль возрастет. Единственный способ быть уверенным в размере ценовых скидок состоит в переговорах с оптовиками или в продаже товара на пробных рынках в диапазоне более низких цен, чтобы определить изменения в объеме. В противном случае, менеджеры будут действовать в условиях отсутствия соответствующей информации. Кроме того, в некоторых случаях единственным способом выжить является продолжение снижения цен в погоне за большим объемом, поскольку нет рыночных ниш с высокими ценами, где можно продавать.

График безубыточности на рис 11.8 является хорошим примером того, как реально выглядит анализ безубыточности на рынке. Постоянные издержки подскакивают на различных уровнях загрузки производственных мощностей, переменные издержки снижаются при разных уровнях объема, а цена единицы товара падает с увеличением объема. Учитывая подвижность модели,

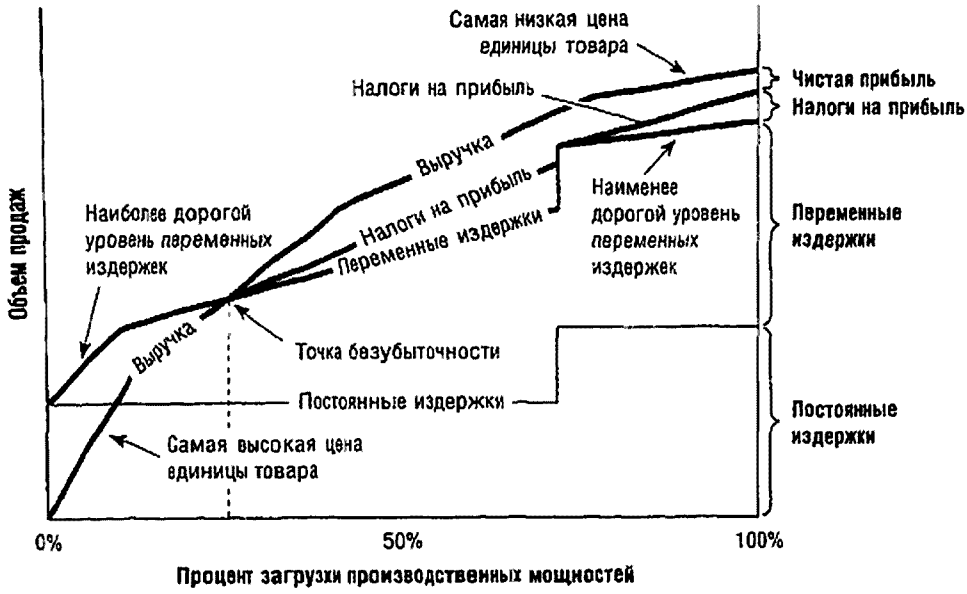


Рис. 11.8. График безубыточности, включающий влияние изменяющихся цен

целесообразно периодически пересматривать ее в свете постоянных изменений на рынке, чтобы обновить допущения и уточнить расчет точки безубыточности и предполагаемых уровней прибыли.

ВЫВОДЫ

С практической точки зрения, финансовому директору следует регулярно проводить анализ использования производственных мощностей. Это может включать отслеживание показателей выручки в расчете на одного работающего, уровней загрузки различного оборудования, продаж в расчете на одного работающего или потребности в заявленных капитальных закупках. Все это предполагает изменения в рабочей силе или оборудовании, которые весьма дорогостоящи. Соответственно, финансовому директору необходимо всегда иметь подтверждения того, что организация не тратит слишком много на избыточные мощности, а поддерживает имеющиеся мощности на максимально возможном уровне и при этом обеспечивает наличие некоторых резервных мощностей для роста в краткосрочном плане.

Анализ безубыточности должен быть обязательной частью любого предложения об изменении базовой структуры бизнеса. Рассматривая его, финансовый директор может сказать, будут ли те или иные изменения, например, уровней цен, капитальных вложений или увеличение расходов, оказывать значительное влияние на способность организации превышать ее точку безубыточности на регулярной основе.

ЧАСТЬ 4

ГЛАВА 12

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ

Управление денежной наличностью является наиболее критической операцией для любых организаций, кроме разве что самых богатых. Если когда-либо возникает нехватка денег, то невозможно выдать зарплату, поставки не оплачиваются, плановый платеж по кредиту не будет произведен и инвесторы не получат чеки на получение дивидендов. Любой из этих факторов может либо остановить бизнес, либо привести к быстрой смене его руководителей.

В данной главе рассказывается о том, как избежать этих проблем, как сделать прогноз денежной наличности и автоматизировать получение некоторых входящих в него данных, а также как создать канал обратной связи, чтобы постепенно повышать точность прогноза. Кроме того, мы опишем комплекс методов контроля над денежными потоками с целью избежать любых дефицитов, а также расскажем, как инвестировать свободные средства.

МОДЕЛЬ ПРОГНОЗИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНОЙ НАЛИЧНОСТИ

В основе любой системы управления денежными средствами лежит прогноз денежной наличности. Императивом для команды управляющих является полная осведомленность о любых проблемах с наличностью, причем как можно раньше. Примерная модель, показанная в табл. 12.1, является хорошим способом предоставления такой информации.

Прогноз наличности в нашем примере показывает все виды денежной активности за последние девять недель, т. е. приблизительно за два месяца. За этим следует неполный месяц, что нужно на тот случай, если месяц, который идет после первых девяти недель, входит также и в эти девять недель. В примере, первая неделя января входит в список, поэтому остальные три недели этого месяца попали в столбец неполного месяца. В последних двух столбцах указаны также два полных месяца. При таком формате столбцов читатель может видеть ожидаемые денежные потоки в течение ближайшей

Таблица 12.1. **Прогноз денежной наличности**

Дата последнего обновления	За недели, начинающуюся									(неполный)		
	11/4/03	11/11/03	11/18/03	11/25/03	12/2/03	12/9/03	12/16/03	12/23/03	12/30/03	Янв. 04	Февр-04	Март-04
Входящий остаток денежных средств	$1 037 191	$1 034 369	$968 336	$967 918	$918 082	$932 850	$918 747	$829 959	$834 924	$754 124	$808 562	$798 564
Ожидаемые поступления от продаж												
Coal Bed Drilling Corp										$16 937		$174 525
Oil Patch Kids Corp								$12 965		$46 521		$28 775
Overhault & Sons Inc									$2500		$129 000	
Platte Pore Drillers									$3000	$53 000		
Powder River Supplies Inc									$3700		$18 500	$14 520
Submersible Drillers Ltd										$2500	$16 250	$16 250
Другие компании											$25 000	$25 000
Неоплаченные счета												
Canadian Drillers Ltd			$9975									
Coastal Mudlogging Co			$6686									
Министерство внутренних дел	$1823			$11 629		$2897				$18 510		
Drill Tip Repair Corp				$6575								
Overhault & Sons Inc			$9229									
Submersible Drillers Ltd				$4245								
Почтовая служба США		$2967	$812	$3715								
Небольшие счета	$2355	—	$3668	—	$21 768							
Итого денежных поступлений	$4178	$2967	$30 370	$30 164	$21 768	$2897	—	$12 965	$14 200	$130 468	$188 750	$259 060
Денежные расходы												
Заработная плата + налоги на ЗП		$92 000		$65 000			$68 000		$71 000	$71 000	$138 000	$135 000
Комиссионные				$7000					$7000		$5000	$9000
Аренда			$10 788				$10 788				$10 788	$10 788
Капитальные закупки			$10 000			$10 000			$10 000		$10 000	$10 000
Другие расходы	$7000	$7000	$10 000	$3000	$7000	$7000	$10 000	$8000	$7000	$14 000	$32 000	$32 000
Итого денежных расходов	$7000	$99 000	$30 788	$80 000	$7000	$17 000	$88 788	$8000	$95 000	$85 000	$198 788	$199 788
Чистое изменение наличности	$(2822)	$(66 033)	$(418)	$(49 836)	$14 768	$(14 103)	$(88 788)	$4965	$(80 800)	$54 468	$(10 038)	$59 262
Исходящий остаток наличности	$1 034 369	$968 336	$967 918	$918 082	$932 850	$918 747	$829 959	$834 924	$754 124	$808 592	$798 564	$857 816
Плановый остаток денежной наличности				$37 636				$33 352		$80 439	$15 940	$57 113

трети года. Последние два месяца прогноза обычно бывают гораздо менее точными, чем первые два, но они все же полезны для оценки вероятных денежных позиций.

Верхняя строка документа указывает дату его последнего обновления. Это очень важная информация, поскольку некоторые компании обновляют прогноз каждый день, и команда менеджеров не хочет быть запутанной данными старых прогнозов Следующая строка показывает входящий остаток денежных средств. Крайняя левая клетка этой строки обведена жирными линиями, указывающими на то, что лицо, ответственное за этот прогноз, должно обновить эту клетку цифрой фактического остатка наличности по состоянию на первый день прогноза. Остальные клетки обновляются цифрой исходящего остатка наличности за каждый период, этот остаток указан в нижней части предыдущей колонки. Следующая группа строк показывает ожидаемые даты поступлений от продаж Полезно разбить их по конкретным покупателям и типам продаж, а не суммировать в одной строке, чтобы назначить ответственным за эту информацию персонал продаж. Менеджеры по продажам должны регулярно просматривать ее, чтобы удостовериться, что срок и величина каждого ожидаемого денежного поступления являются правильными.

Следующая группа строк в примере показывает конкретные недели, в которые ожидается получение дебиторской задолженности. Эта секция может стать большой и трудно управляемой, если существует много дебиторских счетов, поэтому лучше указывать поименно только крупнейшие счета, а все остальные суммировать в строке «Небольшие счета», как показано в примере. К обновлению этих строк следует привлекать работников, занимающихся взысканием дебиторской задолженности, поскольку они имеют наилучшее представление о проблемах с возвратом средств. Сумма всех описанных выше строк представлена затем в строке «Итого денежных поступлений».

Следующая группа строк в примере показывает различное использование денежных средств. Данный прогноз был сделан для компании сферы услуг, поэтому крупнейшей статьей расходов является заработная плата, а не себестоимость проданных товаров, как было бы в производственной компании. В последующих строках показаны другие денежные расходы, такие как месячная комиссия и арендные платежи, а также капитальные закупки. Поскольку это сервисный бизнес, здесь немного других расходов, и все они собраны вместе в строке «Другие расходы». В нашем случае денежные платежи имеют слабую тенденцию смещаться к началу месяца, поэтому денежные потоки скорректированы соответствующим образом. Если бы крупнейшим компонентом прогноза была себестоимость проданных товаров, то она была бы представлена либо в агрегированном виде, либо в разбивке на различные денежные расходы по каждой продуктовой линии. Последний вариант чаще используется тогда, когда валовая прибыль продуктовых линий существенно различается, и когда продажи отдельных продуктовых линий значительно изменяются с течением времени.

Существует несколько других строк, которые можно добавить к модели в зависимости от типа платежей, производимых компанией, например, сведения о годовой выплате дивидендов, о квартальном платеже налога на прибыль или месячных выплатах процентов и основного долга кредиторам. При необходимости, эти и другие статьи могут быть добавлены для усовершенствования базовой модели Однако обновление модели требует значительных усилий, поэтому следует тщательно анализировать дополнительный объем работы, прежде чем расширять ее информационную базу

В нижней части таблицы суммируется денежная позиция на конец периода, и при этом она сопоставляется с плановым остатком денежной наличности на конец каждого месяца. Такое сравнение важно, поскольку оно предупреждает менеджмент, когда фактические результаты существенно отклоняются от ожиданий

Пример предполагает высокую степень ручного, а не автоматического, ввода данных, но конечно в модели можно использовать дополнительные формулы, чтобы сократить объем работы, необходимой для ее обновления. Например, может быть сделано агрегированное допущение о числе дней дебиторской задолженности в целом, и затем, исходя из этого допущения, можно определить общий объем денежных поступлений по выставленным счетам. Однако если общий объем дебиторской задолженности смещен в сторону нескольких крупных счетов, любые изменения сроков денежных поступлений по этим нескольким счетам могут значительно изменить агрегированное допущение о числе дней дебиторской задолженности Аналогичным образом, предположение о количестве дней запасов в целом может быть использовано для расчета величины наличных затрат на приобретение запасов, но оно сильно зависит от способности производственных подразделений работать точно по графику, когда фактические уровни запасов остаются вблизи их плановых уровней, а снабженцы покупают компоненты только в количествах, указанных системой планирования производства.

ИЗМЕРЕНИЕ ТОЧНОСТИ ДЕНЕЖНОГО ПРОГНОЗА

Прогноз денежной наличности является бесполезным, если на него нельзя положиться при разработке планов. Есть несколько способов улучшить прогноз, причем все они предполагают постоянное сравнение прошлых прогнозов с фактическими результатами и корректировку системы, чтобы обеспечить получение более точной информации для будущих прогнозов.

Основной областью, в которой прогноз денежной наличности может оказаться весьма неточным, являются прогнозы поступлений от продаж. Детальный анализ этой области показывает, что некоторые менеджеры по продажам не хотят прогнозировать *никаких продаж*, поскольку после этого их станут считать ответственными за эти предсказания. Решение этой проблемы тре-

бует постоянной обратной связи с персоналом отдела продаж и может потребовать подкрепления в виде включения функции прогнозирования продаж в их ежегодную аттестацию и компенсационный пакет

Другая проблема лежит в области кредиторской задолженности, где фактические денежные расходы обычно превышают прогнозные. Этот дисбаланс бывает обусловлен неправильной процедурой ввода данных по счетам кредиторской задолженности, когда поставщики отправляют счета служащим, не работающим в отделе кредиторской задолженности. Либо счета отправляются для одобрения, прежде чем они вводятся в бухгалтерскую систему, что приводит к их запоздалому отражению в прогнозе, обычно как раз накануне дня оплаты Эти проблемы можно решить, попросив поставщиков посылать счета прямо в бухгалтерию и вводя все счета в систему учета до направления их на одобрение Можно также анализировать рамочные закупочные ордера с целью выявления каких-либо отсутствующих счетов, которые предположительно должны находиться в процессе оплаты, тем самым фактически начиная поиск недостающих счетов.

Крупное изменение денежного потока будет иметь место в случае внезапной покупки основных средств, которые не были включены в прогноз денежной наличности Эту проблему лучше всего решать, предоставив бухгалтерам полный доступ к процессу планирования капиталовложений, чтобы они могли сказать, какие капитальные заявки находятся в очереди на одобрение и когда они потребуют денег для оплаты.

Короче, точность прогноза денежных средств требует большого внимания к процедурам, которые обеспечивают его исходными данными. Бухгалтерам следует регулярно сравнивать плановые и фактические результаты и анализировать всю цепочку в обратном порядке, вплоть до первичных систем, чтобы определить, какие проблемы вызвали ошибку — и затем исправлять их.

АВТОМАТИЗАЦИЯ ПРОГНОЗА ДЕНЕЖНОЙ НАЛИЧНОСТИ

Указанные выше шаги по разработке прогноза денежной наличности могут быть весьма трудновыполнимыми, особенно если имеется множество подразделений или дочерних компаний, расположенных в разных местах. Когда денежный прогноз делается регулярно, объем необходимой работы может быть чрезвычайно большим. Чтобы избежать некоторых наиболее трудоемких шагов, можно использовать автоматизацию

Многие бухгалтерские компьютерные программы содержат стандартные отчеты, указывающие дни или недели, на которые запланированы платежи, исходя из каждого полученного счета и числа дней до его обязательной оплаты, включая возможные условия ранней оплаты с целью получения скидки. Данные о денежном потоке, представленные в этом отчете, являются надеж-

ными, но обычно бывают менее точными для периодов, отстающих на несколько недель вперед, вследствие задержек с вводом информации о счетах поставщиков в систему учета. Такая задержка обычно вызвана отправкой приходящих счетов на одобрение менеджерам. Этой задержки можно избежать, если сначала вводить информацию о счетах, а *затем* посылать счета на одобрение, что позволит повысить точность автоматизированных отчетов о предстоящих сроках оплаты счетов дебиторской задолженности.

Если имеется хорошо управляемая система закупочных ордеров, которые хранятся в базе данных о закупках, тогда формат отчета о дебиторской задолженности можно растянуть еще дальше в будущее с достаточной точностью. Поскольку закупочные ордера могут выписываться на какие-то месяцы в будущем и содержать конкретные даты поставки, эта информация может копироваться в отчет, который показывает, когда будут производиться платежи поставщикам, исходя из этих закупочных ордеров. Это касается и покупки основных средств, поскольку соответствующие ордера настолько велики, что поставщики, как правило, не приступят к выполнению заказа без подписанного закупочного ордера. Однако крупная покупка актива может потребовать авансового платежа, который не проявится, пока закупочный ордер не введен в бухгалтерскую систему, что приведет к внезапному появлению в отчете крупной потребности в денежной наличности в ближайшем будущем.

Существует несколько случаев, когда платежи по счетам могут быть спрогнозированы далеко в будущее даже при отсутствии закупочного ордера. Обычно это повторяющиеся платежи на одну и ту же сумму, типа арендной платы за помещение или сервисных платежей, предусмотренных по долгосрочному контракту. Если эти платежи указаны в системе дебиторской задолженности как повторяющиеся счета, тогда они тоже будут включены в отчет о предстоящих платежах.

Аналогичный отчет имеется во многих бухгалтерских компьютерных программах для счетов кредиторской задолженности. В нем указаны дни или недели, на которые запланировано получение оплаты по счетам, исходя из их дат выставления и числа дней до их обязательной оплаты покупателями. Однако эти отчеты, как правило, гораздо менее точны, поскольку любые просроченные платежи по счетам планируются к немедленной оплате в текущем периоде, тогда как на деле могут возникнут проблемы с взысканием задолженности, которые на какое-то время отсрочат получение денег. Кроме того, отчет не показывает среднюю задержку платежей, которая варьируется от покупателя к покупателю в соответствии со своевременным производством платежей каждым из них. Следовательно, этот отчет нужно исправлять вручную, особенно по крупным неоплаченным счетам, чтобы учесть оценки бухгалтерии относительно реальных сроков получения денег.

В некоторых случаях компьютерные программы позволяют также показывать будущие выплаты заработной платы, предполагая сохранение нынешних ставок и персонала, а также оплату почасовиков за полные недели рабо-

ты во все будущие отчетные периоды. Этот вариант не подходит для тех компаний, которые привлекают внешних бухгалтеров для расчета зарплат своих служащих («аутсорсинг»), поскольку внутрифирменное программное обеспечение не имеет возможности предсказать денежные потоки, если оно не содержит никакой информации о заработной плате.

Предыдущее обсуждение показывает, что имеется ряд способов автоматизации элементов денежного прогноза. Однако существует так много переменных, например, неясные даты получения дебиторской задолженности, изменения в уровне оплаты труда и внезапная покупка основных средств, что любой автоматически подготовленный отчет следует корректировать, опираясь на знание бухгалтерами конкретных ситуации, что порой будет перечеркивать результаты отчетов. Кроме того, основой автоматизированных отчетов являются данные по очень краткосрочной дебиторской и кредиторской задолженностям, которые быстро становятся неточными для периодов, превышающих один месяц. Поэтому для более отдаленных периодов ручная корректировка прогноза денежной наличности становится все более необходимой.

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНОЙ НАЛИЧНОСТЬЮ

Когда имеется система прогнозирования денежной наличности, то можно определить, что в ближайшее время ожидаются трудности с деньгами, и предпринять шаги с целью минимизации проблем. В этом параграфе мы рассмотрим различные методы контролирования денежного потока, что предполагает не только ускорение процедуры обработки денежных документов, но и большее внимание во всех сферах деятельности к сокращению потребностей компании в денежной наличности. Конкретные советы следующие:

- *Избегайте ранней оплаты.* Хотя это кажется очевидным, но отдел кредиторской задолженности время от времени будет преждевременно платить поставщикам. Это может произойти потому, что бухгалтеры ввели стандартный интервал оплаты в компьютеры и не просматривают регулярно счета поставщиков: не изменились ли сроки оплаты. Возможно, что в месяц оформляются лишь несколько чековых рейсов, в результате некоторые счета оплачиваются чуть раньше просто потому, что в течение некоторого времени следующего чекового рейса не будет; этого можно избежать путем более частых чековых рейсов или проведения политики, предусматривающей оплату только в или после установленной даты платежа, что отодвинет эти чеки на более поздний чековый рейс.
- *Избегайте инженерных изменений в проекте.* Если разрешается вносить небольшие изменения в производимую в настоящее время продукцию, то это, вероятно, приведет к тому, что некоторые комплектующие, которые использовались в старом проекте, для нового проекта не пона-

добятся. Если не позаботиться об использовании всех старых комплектующих, прежде чем переходить к модернизированному продукту, то будет происходить постепенное накопление на складе частей, которые больше нельзя использовать, что увеличивает инвестиции компании в запасы. По этой причине, прирост стоимости, полученный в результате изменений проекта, должен доказывать свой явный перевес над дополнительными издержками на запасы.

- *Не переполняйте распределительную сеть.* Одним из способов стимулирования ненормально высоких продаж является предложение покупателям особо выгодных условий и, таким образом, демпинговая продажа им дополнительных партий товаров. Однако такая практика, в конечном счете, обернется против самой компании, поскольку в течение некоторого времени у покупателей не будет потребности вновь покупать товары этой компании, что приведет к сокращению продаж в будущем. Что касается рассматриваемой нами темы, то эта проблема особенно важна, если покупателям предложена отсрочка платежа в обмен на их согласие сразу забрать товар. Поступая так, компания значительно увеличивает сумму денежной наличности, которая необходима для финансирования намного более крупного остатка дебиторской задолженности.
- *Проводите своевременную выверку банковских счетов.* Команда управляющих может обнаружить, что ей приходится выскребать остатки наличности, если отчеты банка и компании о денежной наличности значительно расходятся из-за задержек с выверкой банковских счетов. Чтобы избежать этого, можно проводить выверку банковских счетов каждый день через онлайновое соединение с базой данных банка или, по крайней мере, проводить выверку сразу после получения отчета от банка.
- *Устраняйте избыточные чековые счета.* Большинство чековых счетов не приносит процента на вложенные деньги, поэтому наличие более одного счета означает, что дополнительный объем денег размазывается по слишком многим счетам. Устраняя потребность в каждом чековом счете и, по возможности, консолидируя их, можно уменьшить объем неиспользуемой денежной наличности в системе. О дальнейшем усовершенствовании этого метода см. абзац о счетах с нулевым остатком далее в этом параграфе.
- *Устраняйте ошибки при выставлении счетов.* Любая ошибка в выставленном счете может привести к значительной задержке его оплаты покупателем, пока проблема не будет выявлена и исправлена. Чтобы избежать этого, бухгалтерии следует составить реестр всех выявленных ошибок и поручить рабочей группе внести изменения в процедуру выставления счетов, чтобы устранить эти ошибки в будущем.
- *Повышайте точность прогнозирования продаж.* Если прогнозы, на которых основан производственный план, неточны, то высока вероятность того, что будут наблюдаться периоды перепроизводства товаров, что

приведет к чрезмерным запасам, которые надо финансировать в течение долгого времени, пока запасы не будут распроданы. Эту прогнозную ошибку можно скорректировать, получив прямой доступ к прогнозам клиентов компании; таким образом, плановики смогут видеть, какими будут вероятные уровни спроса. Можно также использовать производственную систему «точно вовремя», где основной упор сделан на производство по заказу, а не по прогнозу (хотя это не всегда возможно). Как минимум, следует сравнивать прогнозы продаж с отчетами о прошлых продажах, как по клиентам, так и по товарам, чтобы увидеть, имеют ли прогнозы какую-либо историческую обоснованность и проанализировать те, которые характеризуются наибольшими отклонениями.

- *Обзаведитесь почтовыми ячейками.* Многие банки предлагают услугу по вскрытию почтовой корреспонденции, извлечению посланных клиентами чеков и депонированию их непосредственно на счет компании, что ликвидирует от одного до трех дней транзитного времени, необходимого для перевода денег на счет. Экономия особенно велика, если ячейки разбросаны по всей стране и покупателей инструктируют направлять платежи в ближайшие к ним ячейки. Это требует, чтобы компания установила контакты со всеми покупателями и попросила их переадресовать платежи на адрес ячеек, каковым будет номер почтового ящика. За эту услугу банк будет взимать небольшую ежемесячную плату плюс комиссию за каждый обработанный чек. В процессе обработки документов банк будет делать ксерокопию каждого входящего чека и посылать ее по почте в компанию. Таким образом, персонал, занимающийся кредиторской задолженностью, сможет отражать денежные поступления в бухгалтерской компьютерной системе.
- *Откройте счета с нулевым остатком.* Концентрация всей имеющейся денежной наличности может быть повышена не только за счет использования почтовых ячеек, но и благодаря переводу всех поступающих денег на инвестиционные счета и автоматическому переводу с них средств на чековые счета, только при выписке чеков. Чековый счет такого типа называют счетом с нулевым остатком. Его также можно использовать для зарплатного счета.
- *Удлиняйте сроки оплаты поставщикам.* Если несколько ключевых поставщиков требуют, чтобы компания платила в очень короткие сроки, то это может сильно сократить объем имеющейся у компании денежной наличности. Следует попросить снабженцев провести переговоры с этими поставщиками об удлинении сроков оплаты, возможно ценой согласия на более крупные объемы закупок или чуть более высокие цены. Если такая договоренность достигнута, то снабженцы должны уведомить об этом бухгалтерию, иначе она по прежнему будет платить в первоначально установленные, короткие сроки, которые введены в систему счетов дебиторской задолженности и будут автоматически

использоваться для всех будущих платежей, если не произведена их ручная замена.

- *Поручайте внешним исполнителям функции, требующие значительных затрат денежных средств («аутсорсинг»).* Некоторые виды деятельности, например, компьютерный сервис, требуют значительных инвестиций в капитальное оборудование. Чтобы избежать подобных расходов, эти функции можно передать поставщику, что не только предотвращает дополнительные инвестиции в активы, но и позволяет компании продать некоторые из имеющихся активов, возможно, тому поставщику, который берет на себя данные функции. Это обычно бывает долгосрочным решением, поскольку передача какой-либо функции внешним исполнителям требует основательного планирования такой передачи.
- *Сокращайте излишние закупки.* Чрезмерно активный отдел снабжения может покупать товары в больших количествах, что строго оговорено в краткосрочном плане, на том основании, что он не хочет выписывать несколько закупочных ордеров на малые партии, когда достаточно одного ордера, что экономит значительное время работы персонала. Эти крупные покупки могут вести к существенному перерасходу денег. Хорошим способом избежать этой проблемы является инвестирование в систему управления материалами, типа планирования потребности в материалах (material requirements planning, MRP), когда система точно указывает, какие материалы покупать, и может даже выписывать необходимые закупочные ордера. Можно также оценивать работу снабженцев, исходя из числа оборотов запасов сырья и материалов, что будет концентрировать их внимание на том, чтобы не делать крупных закупок, в которых нет необходимости.
- *Продавайте основные средства.* Бухгалтерия должна регулярно просматривать полный список основных средств, чтобы увидеть, нет ли там тех, которые больше не используются и поэтому могут быть проданы. Хотя эту задачу следует возложить на начальников подразделений, так как сохранение денежных средств не является одной из их основных задач, и поэтому они обычно не обращают внимания на старые активы. Способом обхода этой проблемы должностных обязанностей является оценка деятельности начальников подразделений, исходя из их рентабельности активов. Если делать именно так, то они постоянно будут работать над уменьшением базы активов, за которую они отвечают, что приведет к росту тенденции превращения старых активов в деньги.
- *Продавайте устаревшие запасы.* Бухгалтерам следует подготовить отчет, показывающий, какие позиции товарно-материальных запасов не использовались в последнее время, или какие позиции настолько чрезмерны, что не будут выбраны в течение долгого времени. Имея эту информацию, отдел снабжения может связаться с поставщиками, чтобы продать обратно какие-то материалы или получить кредиты под

будущие закупки. Если ни то, ни другое не получается, то компания все же может быть в состоянии получить налоговый вычет, пожертвовав какие-то запасы неприбыльной организации.

Ужесточайте кредит покупателям. Если остаток дебиторской задолженности представляется несоразмерно большим, или если доля просроченных дебиторских счетов является чрезмерной, тогда уменьшайте объем кредита, предоставленного отдельным покупателям. Однако это может отразиться на темпе роста корпорации, если ее стратегия предполагает увеличение продаж за счет использования доступного кредита.

Совершенствуйте процедуры, которые отражаются на денежной наличности. Весь процесс принятия клиентского заказа, создания продукта, его доставки, направления счета и получения платежа может быть чрезмерно детальным и продолжительным. Если он ведется ненадлежащим образом, то поступление денег после получения клиентского заказа будет сильно затянуто. Чтобы избежать этой проблемы, следует периодически пересматривать весь процесс с целью минимизировать время, необходимое для получения денег в конце процесса. Например, можно избежать времени ожидания в очередях, когда заказы ждут обработки во входящих ячейках служащих, путем концентрации как можно большего числа операций в руках одного исполнителя (это называется центр обработки). Другой возможностью является замена отдельных частей существующей системы новой технологией, например, использованием банковских ячеек, для ускорения получения денежных поступлений, либо использование централизованной базы данных по заказам, отслеживающей прохождение заказов через систему. (Более подробно о совершенствовании процесса см.: *Just-in-Time Accounting*, 2nd Edition by Steven M. Bragg (John Wiley & Sons, 2001)).

Используйте систему планирования производства. Любая система планирования производства будет значительно оптимизировать прохождение сырья и материалов через производственные мощности. Соответственно, любая компания, занятая производством, должна вкладывать средства в систему планирования потребности в материалах (material requirements planning, MRP), планирования производственных ресурсов (MRP II) или «точно вовремя». Хотя эти системы имеют разные базовые концепции и методы работы, все они приведут к снижению уровней запасов. При надлежащей установке, система «точно вовремя» является особенно эффективной в достижении этого результата.

Проверяйте время действия скидок. Хотя это обычная практика, всегда использовать скидки за раннюю оплату поставщикам, когда такие скидки предлагаются, все равно следует удостовериться в том, что полученные скидки стоят связанных с ними затрат. Как отмечено в табл. 12.2, бывают ситуации, когда не имеет смысла использовать скидку. Например, второй столбец в таблице показывает, что счет, оплаченный через стандартный

Таблица 12.2. **Годовая процентная ставка при неиспользованной скидке**

Если платить на:	1/10, N/30	2/10, N 30
10-й день	0	0
20-й день	36,9	73,8
30-й день	18,5	36,9
40-й день	12,3	24,6

Источник: Перепечатано с разрешения из *Accounting and Finance for Your Small Business* by Burton and Bragg (John Wiley & Sons 2001) p 123

срок 30 дней, а не со скидкой 1% по прошествии 10 дней, будет иметь чистые годовые процентные издержки для компании 18,5%. Мы получили цифру 18% из процентных издержек 1%, которые компания понесет, если будет ждать еще 20 дней до совершения платежа. Поскольку 20-дневных периодов в году примерно 18, годовая процентная ставка составит 18, умноженные на 1%, т. е. 18%. Если продолжать пример, то в ситуации, когда наличности настолько мало, что компания не может платить раньше с целью получения скидки и, на самом деле, может заплатить только по истечении 40 дней, ее стоимость финансирования упадет до 12,3%, что весьма близко к стоимости уже имеющегося у нее финансирования, и, таким образом, это может выглядеть как разумная альтернатива ранней оплате.

Ключевым моментом предыдущих пунктов является то, что благоприятные возможности для управления денежной наличностью имеются во всех сферах деятельности компании, включая финансы, бухгалтерский учет, производство, сбыт, маркетинг и проектирование. Таким образом, управление деньгами не следует рассматривать как исключительную зону ответственности финансового отдела и бухгалтерии.

ВЫВОДЫ

Функция управления денежной наличностью является весьма важной и заслуживает самого внимательного отношения со стороны финансового директора, поскольку нехватка наличности может в короткие сроки привести к резкой остановке работы компании. Процесс управления денежной наличностью базируется на детальном и непрерывном прогнозировании денежных потоков, которое должно регулярно сопоставляться с фактическими результатами для того, чтобы проанализировать и повысить точность всего процесса. Только таким образом компания может предвидеть масштабы и время наступления денежных проблем и предпринять усилия для их своевременного разрешения.

ГЛАВА 13

ИНВЕСТИРОВАНИЕ СВОБОДНЫХ СРЕДСТВ

В большинстве компаний избыточные средства, которые не нужны для производственных целей или покрытия банковских балансов, служат для инвестирования. Благоразумное использование этих средств может увеличить доход, хотя финансовый директор должен рассмотреть совокупность инвестиционных критериев, прежде чем выбирать подходящий способ инвестирования. Данная глава описывает основные инвестиционные критерии, ограничения и наиболее распространенные варианты инвестирования.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ КРИТЕРИИ*

При рассмотрении различных форм вложения денег, следует сначала проанализировать *возможность использования суммы*, которая будет инвестирована. Было бы неправильно вкладывать деньги компании в рискованную инвестицию с целью получения исключительно высоких доходов, если существует вероятность, что какая-то часть основной суммы будет потеряна. Поэтому совету директоров следует утвердить политику компании, которая ограничивает инвестиции конкретным комплексом инструментов с низким риском. Кроме того, нужно принимать во внимание *сроки погашения* и *ликвидность* инвестиции. Например, если вложение средств в строительство многоквартирного дома, как ожидается, даст относительно безрисковый доход и хорошую рентабельность, это все же плохая инвестиция с точки зрения управления денежной наличностью, поскольку инвестиция, по всей видимости, не может быть превращена в деньги по первому требованию. Соответственно, лучше всего вкладывать средства только туда, где имеется здоровый рынок для обратной продажи в любое время. Последним фактором, который нужно учитывать при инвестировании средств, является *доходность*. И он действитель-

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из книги *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002), pp. 453–454.

но последний, если были учтены все предыдущие факторы. В рамках границ определенных уровней риска, срока погашения и ликвидности можно затем выбрать инвестицию с самой высокой доходностью. Эти критерии склоняют ограничиться инвестициями с очень низким риском, тогда и доходность будет довольно низкой. Тем не менее это все же лучше, чем оставить деньги на чековом счете.

Инвестиционные критерии для компании, работающей в условиях быстрого роста, имеют больше ограничений. Обычно она поглощает свои денежные резервы весьма быстро, поэтому ликвидность ее инвестиций должна быть исключительно высокой, чтобы обеспечить быстрый доступ к деньгам. К сожалению, высокая ликвидность обычно ассоциируется с низкой рентабельностью вложений, поэтому финансовый директор вынужден вкладывать средства в низкодоходные инструменты. Кроме того, компания не может позволить себе риск убытка по своим инвестициям, поскольку жизненно важно держать наличность наготове, чтобы снабжать топливом двигатель роста компании. Поскольку риск тоже связан с доходом, финансовый директор должен опять выбирать низкодоходные инвестиции с минимальным риском. Иногда совет директоров или финансовый директор должны устанавливать ограничения на инвестирования средств. Рассматриваемые аспекты должны включать максимальные уровни безопасности инвестиций, кредитный рейтинг эмитента и максимально разрешенный объем инвестирования в отдельные виды ценных бумаг с разбивкой по эмитентам, типам инструментов, странам и валютам. Пример инвестиционной инструкции показан в табл. 13.1.

Таблица 13.1. **Инвестиционная инструкция**

Цель: Инвестировать свободные денежные средства только в высококачественные краткосрочные инструменты с оптимальным суммарным доходом и в соответствии с потребностями компании в ликвидности.

Ликвидность: Ликвидность должна обеспечиваться в пределах минимального и максимального лимитов следующим образом:

1. По крайней мере, 80 млн долл. должны быть вложены в инструменты «овернайт» и высоко ликвидные рыночные обязательства крупнейших американских эмитентов.
2. Не более 50% всего портфеля должно размещаться на срочных депозитах или других инструментах, не имеющих ликвидности, типа коммерческих бумаг, рынок которых представлен только дилером и эмитентом.

Диверсификация: Диверсификация должна обеспечиваться через установление лимита на каждого негосударственного эмитента (как указано ниже). Это общие лимиты, и в каждом случае анализ качества может привести к устранению нижнего лимита для эмитента. Инструменты «овернайт» или «репо» должны удовлетворять критериям качества, но не подлежат лимитированию по сумме вложенных средств.

1. Правительство и агентства США — нет лимита.
2. Депозитные сертификаты, срочные депозиты и банковские акцепты национальных банков — лимит 30 млн долл. на банки с капиталом более 800 млн долл. (первые 10 банков); лимит 20 млн долл. на банки с капиталом от 350 до 800 млн долл. (следующие 11 банков); 5 млн долл. на все остальные банки с капиталом более 250 млн долл. (11 банков)
3. Обязательства иностранных банков в долларах США (или полностью захеджированной иностранной валюте), каждого с капиталом более 500 млн долл. — лимитированы 15 млн долл. на каждый для канадских банков и 10 млн долл. на каждый для других иностранных банков, при общем лимите 75 млн долл. для неканадских иностранных банков.
4. Американские коммерческие бумаги только с рейтингом P-1/A-1 — лимит в 20 млн долл. для эмитентов с рейтингом долгосрочного старшего долга Aa или лучше; 20 млн долл. для эмитентов с долговым рейтингом A; и 10 млн долл. для банковских холдингов с капиталом более 500 млн долл., в рамках общего лимита флагманского банка, указанных в п 2.
5. Иностранные коммерческие бумаги, имеющие безусловную гарантию первоклассного американского эмитента и полностью хеджированные, в рамках лимита эмитента, установленного для гаранта, согласно п. 4.
6. Облигации сберегательных и ссудных ассоциаций, каждой с капиталом более 250 млн долл. и лимитом 10 млн долл. на каждую.

Операционная процедура: Оплата должна производиться только против поставки ценной бумаги в банк-хранитель. Ценные бумаги должны выдаваться из хранения только против платежа. Векселя банков будут акцептованы в целях поставки только в исключительных случаях. Никакие дилерские векселя акцептованы не будут.

Лимиты по срокам погашения: Средний срок погашения всего фонда должен быть ограничен двумя годами. Максимальные сроки погашения для каждой категории следующие:

Американское правительство	5 лет
Муниципальные облигации	2 года
Депозитные сертификаты банков	1 год
Банковские акцепты	1 год
Срочные депозиты в банках	90 дней
Коммерческие бумаги	270 дней

Источник: Взято в переработанном виде с разрешения издательства из книги *The Contoller's Function* by Roehl-Anderson and Bragg (John Wiley & Sons, 2000), p. 182.

Там, где объем вложенных средств является значительным, совет директоров, возможно, захочет увидеть обобщенный отчет о типах использованных инструментов, инвестированных суммах и ожидаемой доходности по каждому из них. Детальные сведения о вложениях в каждом банке не обязательны, достаточно сгруппировать их по категориям. Пример такого отчета показан в табл. 13.2.

Таблица 13.2. **Пример инвестиционного отчета**

	Инвестировано (млн долл.)	Процент от общей суммы
Репо и депозиты «овернайт»	18,0	10,3
Срочные долларовые депозиты в американских банках	105,2	60,2
Депозитные сертификаты в долларах США в иностранных банках	24,7	14,1
Срочные евродолларовые депозиты в американских банках	17,5	10,0
Коммерческие бумаги	9,3	5,4
Итого	174,7	100,0

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ВАРИАНТЫ

В рамках указанных выше инвестиционных границ существует ряд имеющихся вариантов инвестирования. Наиболее распространенными вариантами, которые имеют низкие уровни риска, короткие сроки погашения и высокие уровни ликвидности, являются:

- *Облигации с приближающимися сроками погашения.* Корпоративная облигация может быть выпущена на очень длительный срок, но всегда можно купить облигацию, которая находится вблизи от своей даты погашения. Здесь, как правило, минимальный риск убытка (или прироста) основной суммы инвестиции, поскольку существует низкий риск того, что процентные ставки изменятся достаточно сильно, чтобы повлиять на цену облигации в короткий период времени, оставшийся до ее даты погашения. Вариантом инвестиции такого рода являются муниципальные облигации, проценты по которым не облагаются налогом; однако, учитывая этот уменьшенный объем обязательств, их доходность также обычно бывает несколько ниже, чем у других видов облигаций.
- *Депозитные сертификаты.* Банки выпускают эти сертификаты обычно с небольшим номиналом, например, 1000 долл. Депозитный сертификат предполагает наличие минимального срока вложения и имеет ставку чуть выше той, которую можно получить по счетам денежного рынка. Депозитный сертификат не дает возможности выписывать чек против него.
- *Коммерческие бумаги.* Крупные корпорации выпускают краткосрочные ноты, имеющие более высокую доходность, чем государственные долговые инструменты. Кроме того, существует активный вторичный рынок для них, поэтому обычно не бывает проблем с ликвидностью. Во время держания коммерческой бумаги, выпущенной компанией из категории «голубых фишек» («blue-chip»), имеется также низкий риск дефолта.

- *Фонды денежного рынка.* Это набор государственных инструментов, обычно состоящий из казначейских векселей, нот и облигаций, который подбирается управляющей компанией фонда. Инвестиция является высоколиквидной, причем многие инвесторы вкладывают средства всего на один день. Можно выписывать чеки против счета денежного рынка, хотя их число может быть ограничено оператором фонда, чтобы удержать компанию от использования фонда в качестве ее основного чекового счета.
- *Соглашения «репо».* Это набор ценных бумаг, который инвестор покупает у финансовой организации в рамках соглашения о том, что эта организация выкупит его обратно по установленной цене и в установленную дату. Они чаще всего используются для инвестирования на ночь свободных денег с чекового счета, что может автоматически делать банк. Типичная процентная ставка по таким инвестициям равна или ниже ставки денежного рынка, поскольку финансовая организация взимает сбор за перевод средств, который вычитается из начисленного процента.
- *Выпуски американского казначейства.* Правительство США выпускает разнообразные долговые инструменты с датами погашения, варьирующимися от менее года (казначейские сертификаты США), нескольких лет (ноты) и до более пяти лет (облигации). Широкий диапазон сроков погашения дает обширный выбор вариантов инвестирования. Кроме того, имеется сильный вторичный рынок для этих выпусков, и поэтому они могут быть проданы по первому требованию. Все типы долга правительства США считаются безрисковыми и поэтому имеют несколько более низкую доходность, чем другие формы инвестиций.

ВЫВОДЫ

Надлежащее инвестирование свободных средств обычно выпадает из поля зрения финансового директора, который перепоручает это дело другим. Однако, поступая таким образом, он может упускать возможности совершенствования инвестиций, которые могут давать существенную дополнительную прибыль. Более того, отсутствие внимания к этим вопросам может привести к инвестициям подчиненного в области, которые несут риск потерять средства или недостаточно ликвидны, чтобы удовлетворить краткосрочные денежные потребности компании. Поэтому финансовому директору следует разработать инвестиционную политику приблизительно такую, о которой говорилось в данной главе, и затем договориться с отделом внутреннего аудита о проверке соответствия фактической инвестиционной деятельности руководящим положениям, установленным в рамках этой политики.

ГЛАВА 14

ПРИВЛЕЧЕНИЕ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ*

Бизнес любого масштаба на каком-то этапе своего развития, вероятно, потребует дополнительного финансирования, превышающего величину денежного потока, который создается текущей деятельностью. Это может быть вызвано внезапным быстрым ростом, требующим большого объема оборотных средств; расширением мощностей, предполагающим наращивание основных средств; внезапным спадом бизнеса, вызывающим необходимость в дополнительных денежных ресурсах для покрытия накладных расходов; или, возможно, сезонным характером бизнеса, требующим дополнительных денег в межсезонье. Различные виды нехватки наличности будут предполагать различные виды финансирования, которых, как показано в этой главе, существует довольно много. В последующих параграфах мы вкратце опишем каждый вид финансирования и условия, при которых он может использоваться, а также управление финансовыми проблемами и отношениями с банком.

УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСИРОВАНИЕМ

Привлечение финансирования никогда не следует проводить в обстановке внезапной спешки, когда финансовый директор бегает по городу и просит денег, чтобы расплатиться по очередному счету. Разумная степень планирования поможет более легко ответить не только на вопрос, *когда* потребуются дополнительные деньги, но также и *сколько* потребуется, и какие средства можно использовать, чтобы получить их.

Первым шагом к достижению такого уровня организации является разработка прогноза денежной наличности, который детально рассматривается в главе 12 «Управление денежными средствами». Имея эту информацию, можно определить приблизительные объемы необходимого финансирования, а также продолжительность потребности в деньгах. Эта информация имеет

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из главы 31 *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002).

большую ценность для правильного структурирования финансовой сделки. Например, если компания проводит экспансию в новый регион и нуждается в оборотных средствах для продаж там, то она может запланировать привлечение краткосрочного кредита, возможно, обеспеченного дебиторской задолженностью и запасами, закупленными для магазина в этом регионе. Напротив, если компания планирует расширение своих производственных возможностей посредством покупки нового крупного актива, может быть, лучше провести переговоры о капитальной аренде в отношении ее покупки и таким образом использовать в качестве обеспечения только новое оборудование, оставив все другие активы свободными для обеспечения будущих соглашений о финансировании.

Помимо этого продвинутого уровня планирования денежных потоков, компания может осуществлять все нижеперечисленные виды деятельности для того, чтобы более надежно контролировать свои денежные потребности и потенциальные источники финансирования:

- *Минимизируйте объем кредитов, использующих базу заимствования.* Кредиты, которые используют в качестве обеспечения активы компании, будут иметь более низкие процентные ставки, поскольку риск для кредитора значительно уменьшается. Финансовому директору следует очень осторожно относиться к тому, чтобы позволить какому-то кредитору получить в залог все активы компании, особенно по относительно небольшому кредиту, поскольку это не оставляет обеспечения, которым могут воспользоваться другие кредиторы. Лучше постараться убедить кредитора согласиться на возможно меньшее обеспечение, предпочтительно состоящее из конкретных активов, а не целых категорий активов. Эффективность этой стратегии можно отслеживать, рассчитывая долю имеющейся базы заимствования, которая заложена кредиторам. Кроме того, если база заимствования еще не полностью использована для обеспечения, то полезным показателем будет определение даты, когда она, вероятно, будет полностью заложена, и таким образом планирование дополнительного финансирования после этой точки будет учитывать вероятное увеличение процентных расходов.
- *Заранее определяйте инвесторов и кредиторов.* Даже если уровень денежного планирования является достаточно высоким и позволяет выявлять нехватки за месяцы вперед, столько же времени может уйти на поиск кредиторов, готовых заранее зарезервировать средства. Соответственно, финансовому директору следует начинать поиск кредиторов и инвесторов как можно раньше. Если эту задачу не решать заблаговременно, то компания будет вынуждена принять менее выгодные условия в последнюю минуту. Эффективность этой стратегии можно количественно определить, отслеживая среднюю процентную ставку по всем формам финансирования.

- *Минимизируйте потребность в оборотных средствах.* Наилучшей формой финансирования является устранение потребности в денежных средствах внутри компании, и, таким образом, финансирование никогда не понадобится. Это лучше всего делать путем уменьшения оборотных средств, как описано ниже в параграфах, посвященных сокращению дебиторской задолженности, кредиторской задолженности и запасов.
- *Вычищайте банковские счета.* Если компания действует во многих местах и имеет по крайней мере один банковский счет в каждом месте, то, возможно, что значительная сумма денег лежит без движения на этих счетах. Поработав со своим банком, финансовый директор может автоматически переводить содержимое этих счетов на один счет каждый день, эффективно используя все имеющиеся деньги и сводя к минимуму потребности в финансировании.

ОТНОШЕНИЯ С БАНКОМ

Частью процесса привлечения финансирования является надлежащая забота об информировании своего банковского куратора. Поскольку одним из основных источников финансирования является банк, в котором обслуживается компания, очень важно иметь выделенного банковского служащего полностью информированным о деятельности и текущих финансовых показателях компании. Это должно включать, по крайней мере, ежеквартальное предоставление этому служащему финансовой информации, а также осуществлять последующие звонки с целью обсуждения достигнутых результатов, даже если компания в данное время не имеет никаких заимствований от банка. Такой подход обусловлен тем, что банковскому служащему нужно привыкнуть работать с финансовым директором и хорошо узнать компанию.

Помимо установления таких персональных отношений с банковским служащим, важно также централизовать как можно больше банковских функций, таких как чековые, зарплатные и сберегательные счета, объединенные счета, счета с нулевым сальдо, и все связанные с ними услуги, например, банковские ячейки и онлайновое обслуживание. Таким образом, банковский служащий будет видеть, что компания платит банку внушительную сумму денег в виде комиссионных и поэтому заслуживает внимания, когда просит о помощи в решении своих финансовых проблем.

Финансовому директору следует также знать те виды финансовых показателей, которые банкиры будут анализировать при рассмотрении кредитной заявки, и поэтому он заранее может поработать над улучшением этих показателей. Например, кредитор, вероятно, проанализирует мгновенную и текущую ликвидность компании, отношение ее долга к собственному капиталу, рентабельность, чистые оборотные средства и число дней деби-

торской задолженности, кредиторской задолженности и запасов. Банковский служащий, возможно, захочет заранее проинформировать компанию о том, какие показатели он будет анализировать, а также о желательном минимальном значении каждого из них. Например, может потребоваться текущая ликвидность 2 : 1, отношение долга к собственному капиталу не хуже 40% и число дней запасов не хуже 70. Располагая такой информацией, компания может реструктурировать себя до подачи кредитной заявки, чтобы обеспечить ее одобрение.

Даже предпринимая все эти шаги с целью обеспечить одобрение финансирования, менеджеры компании должны отдавать себе отчет в том, что кредитор может наложить на компанию ряд ограничений, например, минимальные показатели эффективности, отказ от выплаты дивидендов до погашения кредита, ограничения на обратный выкуп акций и инвестиции в другие компании и (особенно) предоставление кредитору старшей очередности относительно всего обеспечения компании. Зная обо всех этих проблемах заранее, иногда можно договориться с кредитором о сокращении объема или продолжительности некоторых из ограничений.

Короче, отношения компании с банком являются исключительно важными и должны поддерживаться с особой заботой. Однако это «улица с двусторонним движением», что предполагает наличие понимающего банковского служащего в кредитном учреждении. Если нынешний банковский служащий является нечутким, то вполне допустимо попросить о его замене, или поменять банк, чтобы установить более хорошие отношения.

РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА

Долг любой публичной компании может получить рейтинг от Moody's, Standard & Poor's или Fitch, являющихся агентствами кредитного рейтинга. Эти три фирмы квалифицируются Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) как «национально признанные статистические рейтинговые организации», и как таковые только они имеют разрешение SEC на присуждение долговых рейтингов.

Аналитики рейтингового агентства проводят детальный анализ финансовой информации компании и на ее основе рассчитывают кредитные баллы. Баллы любого из трех агентств указывают на предполагаемый риск дефолта по данному долгу, что ведет к изменению цен долговых инструментов на открытом рынке. Изменение их рейтингов ниже «инвестиционной категории» может иметь существенные негативные последствия, поскольку внутренние правила многих инвестиционных фондов запрещают держать любые ценные бумаги ниже инвестиционной категории, и поэтому в этой точке фонды обязаны сбросить такой долг, что ведет к крупным падениям цен.

Кредитные агентства взимают с компании-эмитента плату за рейтинг ее нового долга и, кроме того, действует план «оценочных отношений», по которому они берут с компании ежегодную плату за рейтинг практически всех ее облигационных выпусков. Для публичной компании трудно выкарабкаться из-под этой схемы. Любой долговой выпуск, который вообще не имеет кредитного рейтинга, по определению относится к неинвестиционной категории и поэтому предполагает намного более высокую процентную ставку, что ведет к более низкой цене продажи и поступлению в компанию меньшей выручки от долгового выпуска.

В последующий параграфах описываются различные виды финансирования, которое потенциально может привлечь компания, включая сокращение оборотных средств с целью избежать потребности в финансировании.

ЗАДЕРЖКА ОПЛАТЫ КРЕДИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ

Хотя это и не считается стандартным методом финансирования, поскольку касается внутренних процедур, можно намеренно удлинить периоды времени, по истечении которых погашается кредиторская задолженность. Например, если сальдо «кредиторки» 1 000 000 долл. продлить на один месяц, то компания всего-навсего получит возобновляемый беспроцентный кредит на эту сумму, финансируемый ее поставщиками.

Хотя такой подход, как представляется на первый взгляд, может принести бесплатный долг, он имеет ряд серьезных последствий. Первое состоит в том, что поставщики быстро заметят задержку платежа и станут просить предоплату или оплату против поставки для всех будущих поставок, что принудительно будет извещать компанию о случаях, когда она слишком затягивает платеж. Даже если она все же сможет удерживаться в рамках установленного периода, когда эти условия оплаты будут введены, поставщики начнут давать компании более низкий приоритет отгрузок, учитывая ее практику оплаты их счетов, и могут также повысить цены для компании, чтобы компенсировать стоимость финансирования, которое они неформально предоставляют компании. Кроме того, если поставщики сообщают информацию об оплате в кредитно-информационное бюро, просроченные платежи будут обнародованы для всеобщего сведения, что может дать новым поставщикам компании основание для отказа в открытии любого кредита, который в противном случае они предоставили бы.

Другое возражение против этой практики состоит в том, что поставщики, которым не платят, будут посылать в компанию копии просроченных счетов. Эти счета вполне могут оказаться в платежном документообороте и быть оплачены вместе с экземплярами первоначальных счетов (если только не установлены меры контроля, выявляющие дублирующие номера или

суммы счетов). В результате компания будет платить несколько раз по одному и тому же счету.

Еще одним фактором является то, что любые скидки за раннюю оплату, которые могла получить компания, будут потеряны, если следовать этой стратегии поздней оплаты. Однако, вероятно, что компания, испытывающая денежные затруднения, уже пропустила сроки ранней оплаты. Кроме того, обычно не так много поставщиков, предлагающих скидки, поэтому они составили бы лишь малую часть кредиторской задолженности.

Единственная ситуация, в которой этот метод оправдан, это когда снабженцы выходят на поставщиков и договариваются об удлинении сроков оплаты, возможно, в обмен на более высокие цены или более крупные объемы закупок. Если это можно сделать, то указанные выше проблемы уже не будут таковыми.

Таким образом, если задержка оплаты не является результатом формальной договоренности с поставщиками, то этим вариантом финансирования лучше воспользоваться тем организациям, которые не имеют других приемлемых альтернатив финансирования и которые, по существу, опустились до выбора: ожесточать своих поставщиков или выходить из бизнеса.

УСКОРЕНИЕ ВЗЫСКАНИЯ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ

Большой объем корпоративной наличности может быть связан с дебиторской задолженностью, причем по разным причинам. Компания могла неблагоразумно расширить свои доходы за счет сокращения своих кредитных ограничений в отношении новых клиентов, или она могла предоставить слишком большой кредит существующему покупателю, который не в состоянии погасить его в короткие сроки, или она продала товары в период межсезонья, пообещав покупателям длинные сроки оплаты, или возможно, что она работает в отрасли, где обычный период оплаты является весьма продолжительным. Учитывая масштабы этой проблемы, компания вскоре столкнется с потребностью в дополнительном финансировании, чтобы поддержать объем неоплаченной «дебиторки».

Эту проблема решается несколькими способами. Один из них — предложить покупателям вариант оплаты кредитными картами, который ускоряет время расчетов всего до нескольких дней. Другая альтернатива — проанализировать стоимость финансирования и уровни просроченных долгов, связанных с предоставлением кредита покупателям с высоким риском, и отказаться от тех из них, которые не стоят хлопот. Третий вариант — повысить интенсивность работы группы взыскания дебиторской задолженности путем использования программного обеспечения, автоматически рассылающего письма (и факсы) с напоминанием и взаимодействующего с докумен-

тацией дебиторской задолженности, а также обеспечить компанию достаточным количеством персонала для сбора долгов. Наконец, может оказаться возможным сократить число дней в стандартных сроках оплаты, хотя это может стать проблемой для существующих клиентов, привыкших к более продолжительным срокам оплаты.

Уменьшение дебиторской задолженности следует рассматривать как одну из наилучших форм доступного финансирования, поскольку оно не требует привлечения долга из внешнего источника.

КРЕДИТНЫЕ КАРТЫ

Крупная компания, разумеется, не может полагаться на кредитные карты, как источник долгосрочного финансирования, поскольку они в любое время могут быть аннулированы банком-эмитентом, и к тому же они отнюдь не дешевы, потому что процентные ставки по кредитным картам неизменно граничат с законодательными пределами процентных ставок в каждом штате. Более того, они могут требовать чьих-то личных гарантий. Тем не менее в деловой литературе время от времени встречаются примеры счетов владельцев малого бизнеса, которые используют большое количество кредитных карт, чтобы финансировать начальный этап своего бизнеса, причем иногда используют денежные авансы по одной карте для погашения установленных минимальных сумм платежей по другим картам. Учитывая стоимость этих карт и малый объем финансирования, который обычно доступен по ним, это не тот метод финансирования, который можно рекомендовать кому-либо, кроме самых рискованных и жаждущих наличности компаний.

ДОГОВОРЕННОСТЬ СО СЛУЖАЩИМИ

В редких случаях можно договориться со служащими об уменьшении зарплаты в обмен на предоставление акций или долю в прибыли компании. Однако маловероятно, что компания, испытывающая серьезные финансовые затруднения, сможет убедить служащих переключиться с фиксированных зарплатных чеков на неопределенный прирост капитала или долю в прибыли компании, находящейся не в лучшей форме. Если изменение такого рода навязывается служащим, то весьма вероятно, что лучшие из них покинут организацию в поисках более высокой зарплаты где-то еще. Другим недостатком этого метода является то, что передача значительной части акций служащим может привести к вхождению служащих (или их представителей) в совет директоров. Короче, этот вариант не рекомендуется в качестве приемлемой формы финансирования.

ФАКТОРИНГ

По договору факторинга финансовая компания соглашается взять на себя взыскание дебиторской задолженности компании и забирать полученные деньги в обмен на немедленную выплату денег компании. Этот процесс обычно включает просьбу к клиентам посылать платежи в банковскую ячейку, которая внешне управляется компанией, но фактически контролируется финансовой компанией. В рамках подлинного соглашения о факторинге финансовая компания берет на себя риск убытка по любым просроченным долгам, хотя будет иметь право выбирать, какие виды дебиторской задолженности она примет для того, чтобы уменьшить свой риск убытка. Финансовая компания больше заинтересована в сделке такого рода, когда объем каждого дебиторского счета достаточно велик, поскольку это уменьшает ее издержки в расчете на одно взыскание. Если каждый из дебиторских счетов невелик, то финансовая компания все равно может быть заинтересована в договоре факторинга, но она возьмет с компании дополнительную плату за возросший объем работы. Кредитор будет взимать процент (по крайней мере, на 2% выше ставки первоклассных заемщиков), а также комиссию за обработку каждого счета после его оплаты. Также может быть установлена минимальная общая сумма оплаты, чтобы покрыть расходы на заключение договора факторинга в случае, если лишь немногие дебиторские счета переданы кредитору фактически. Компания, работающая в рамках такой договоренности, может получить деньги сразу, либо может ждать до указанной в счете даты оплаты, прежде чем ей будет отправлен платеж. Последний вариант уменьшает процентные расходы, которые компания должна будет заплатить факторинговой компании, что обычно противоречит причине заключения договора факторинга, заключающейся в том, чтобы как можно быстрее вернуть деньги в компанию. Дополнительным преимуществом является то, что отпадает необходимость в персонале по взысканию долгов, поскольку кредитор берет эту тяжелую работу на себя.

Аналогичным соглашением является финансирование дебиторской задолженности, по которому кредитор использует дебиторские счета в качестве обеспечения кредита и получает напрямую платежи от клиентов, вместо того, чтобы ждать периодических выплат по кредиту от компании. Обычно кредитор дает компании кредит максимум в 80% от сальдо ее дебиторской задолженности и только под счета сроком менее 90 дней. Кроме того, если счет, под который выдан кредит, не оплачен в течение установленного 90-дневного периода, то кредитор потребует от компании возврата кредита, связанного с данным счетом.

Хотя обе разновидности факторинга будут резко ускорять денежные поступления в компанию, это дорогостоящий вариант финансирования и поэтому он не считается приемлемым методом долгосрочного финансирования деятельности компании. Он лучше подходит для ситуаций краткосрочного

роста, когда не хватает денег для покрытия внезапной нужды в оборотных средствах. Кроме того, деловые партнеры компании могут с подозрением отнестись к такому соглашению, поскольку это метод, который ассоциируется с организациями, имеющими серьезные денежные проблемы.

СКЛАДСКОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

По соглашению о складском финансировании, финансовая компания (обычно та, которая специализируется на соглашениях данного типа) отгородит часть складской площади фирмы. Все запасы в ней являются обеспечением по кредиту, предоставленному финансовой компанией этой фирме. В случае необходимости, финансовая компания будет оплачивать дополнительное сырье и материалы, и эти расходы будут покрываться напрямую из дебиторских счетов сразу после получения платежа от клиента. Если имеется строгая система контроля запасов, то финансовая компания также поставит работника, который будет регистрировать все поступления и выдачи с залогового склада. Если такой системы нет, то от фирмы потребуют частого пересчета всех единиц хранения в залоговой области и сообщения этой информации финансовой компании. Если уровень запасов опускается ниже суммы кредита, то фирма должна выплатить финансовой компании разницу между текущей суммой кредита и суммарной оценкой запасов. Залоговое право штатов требует также, чтобы фирма установила обозначения вокруг залоговой области, указывающие, что в отношении ее содержимого действует право удержания имущества до уплаты долга.

Складское финансирование имеет высокую интенсивность трансакций, особенно когда финансовая компания ставит на площадку учетчика, и поэтому это очень дорогой способ привлечения средств. Этот метод рекомендуется только тем фирмам, которые исчерпали все другие, менее дорогостоящие формы финансирования. Однако, кредиторы, как правило, не требуют каких-либо ограничительных оговорок в связи с такими кредитами, оставляя корпоративному руководству больший контроль над деятельностью фирмы.

ПЛАНИРОВАНИЕ МИНИМАЛЬНОЙ ЦЕНЫ

Некоторые кредиторы будут напрямую оплачивать крупные активы, которые получает оптовик или розничный магазин (например, бытовая техника или автомобили), и получать свои деньги назад, когда активы проданы покупателям. Чтобы защитить себя, кредитор может потребовать, чтобы цена каждого из продаваемых активов была не ниже той, которую он первоначально заплатил за него по поручению оптовика или розничного продавца. Поскольку основой кредита для кредитора служит исключительно предоставляемое обеспечение

(в противоположность его вере в бизнес-план или общекорпоративные денежные потоки), он будет проводить частый пересчет активов и сравнивать их со своим списком первоначально закупленных активов для оптового или розничного торговца. Если имеется недостача ожидаемого количества товара, кредитор потребует платы за недостающий товар. Кредитор может также потребовать ликвидации кредита по завершении установленного периода, особенно если данные активы подвержены риску быстрого устаревания.

Этот вариант финансирования хорош для небольших или недофинансируемых оптовых или розничных компаний, поскольку процентная ставка невелика (благодаря наличию обеспечения).

СОКРАЩЕНИЕ ЗАПАСОВ

Ужасной утечкой денег является сумма имеющихся запасов. Лучшим способом сократить их, и, следовательно, уменьшить сумму необходимого финансирования, является установка системы производственного планирования, для которой имеется много вариантов программного обеспечения. Наиболее фундаментальным из них является система планирования потребности в материалах (material requirements planning system, MRP), которая умножает объемы, запланированные для будущего производства, на индивидуальные компоненты, необходимые для создания каждого изделия, что дает план количественных закупок сырья и материалов. В наиболее совершенной форме, эта система может планировать поставки компонентов от производителей в конкретные даты и во временных диапазонах всего в несколько часов. Если в ней установлен блок планирования производственных площадей, она может также контролировать движение сырья в рамках производственного процесса, что снижает уровни запасов в незавершенном производстве, поскольку предотвращает скопление полуфабрикатов перед технологически «узкими местами». Понятно, что такая система может привести к крупным сокращениям товарно-материальных запасов компании. Более прогрессивная система, называемая планированием производственных ресурсов (manufacturing resources planning, MRP II), добавляет возможности планирования производственных мощностей и затрат труда, но не оказывает прямого влияния на уровни запасов.

Производственная система «точно вовремя» содержит ряд требований, позволяющих почти устранить запасы. Она концентрируется на коротком времени переналадки оборудования, которое делает возможным очень малые производственные серии, что, в свою очередь, предотвращает образование чрезмерных запасов, появляющихся при больших производственных сериях. Кроме того, эта система требует, чтобы поставщики осуществляли небольшие и частые отгрузки сырья и материалов, предпочтительно минуя приемные пункты и доставляя их сразу к рабочим станциям, где они необходимы. Далее, производственные площади поделены на рабочие ячейки, чтобы один работ-

ник мог пройти с единицей изделия через несколько производственных операций, это не только предотвращает накопление незавершенного производства между рабочими станциями, но также повышает уровень качества, сокращая затраты на брак. Ключевым результатом этой системы является производственный процесс с очень высоким уровнем оборота запасов.

Использование систем планирования запасов для того, чтобы сократить их уровни, а, следовательно, и потребности в финансировании, является превосходным выбором для тех организаций, которые уже страдают от крупных инвестиций в запасы, в то же имеют деньги и время для установки такой системы. Использование MRP, MRP II и системы «точно вовремя» не станет большим подспорьем для смягчения краткосрочных денежных проблем, поскольку они могут потребовать лучшую часть года для внедрения и еще несколько лет для точной настройки.

ЛИЗИНГ

Лизинг относится к покупке конкретного актива, который обычно оплачивается лизингодателем по поручению компании. Взамен компания платит лизинговой фирме фиксированную ставку, включающую процент и основной долг. Она может также оплачивать налог на имущество в отношении купленного актива. Лизинг может определяться как *операционный*, по условиям которого лизингодатель держит актив на своем балансе и начисляет амортизационные расходы, в то время как лизингополучатель отражает лизинговые платежи как расходы в своем балансе. Лизинг такого типа, как правило, не покрывает полный срок жизни актива, и покупатель не имеет опциона на его выкуп по окончании лизинга. Обратная ситуация имеет место при *капитальном лизинге*, где лизингополучатель отражает его как актив и обязан начислять всю соответствующую амортизацию. В последнем случае лизинговые платежи разделены на процентную и основную части и соответствующим образом отражаются в балансе лизингополучателя.

Стоимость лизинга можно уменьшить, если сгруппировать покупки разных активов в одном контракте, что значительно сокращает затраты лизингодателя на документацию. Если в настоящее время имеется несколько лизинговых соглашений, они могут быть выплачены и оформлены в виде одного, более крупного контракта, что обеспечивает снижение издержек финансирования.

Вариант лизинга больше всего подходит компаниям, которые хотят иметь соглашения об обеспечении только в отношении конкретных активов, а другие активы оставить свободными для использования в качестве базы заимствования по другим кредитам. Лизинг может устроить любые компании, кроме самых неустойчивых в финансовом отношении, поскольку кредиторы всегда могут использовать активы в качестве обеспечения и редко накладывают какие-либо финансовые ограничения. Кроме того, нет проблемы с

использованием ненужного оборудования после окончания лизинга, поскольку им занимается лизингодатель. Более того, будущие выплаты по операционному лизингу не отражаются в балансе как пассивы.

Однако недобросовестные кредиторы могут спрятать или замаскировать процент, начисляемый за лизинг, поэтому менее осведомленные в финансовом отношении компании будут платить непомерные ставки. Кроме того, компания обязана произвести все платежи вплоть до окончания срока лизинга, даже если она больше не нуждается в арендуемом оборудовании.

КРЕДИТНАЯ ЛИНИЯ

Кредитная линия — это обязательство кредитора заплатить компании всякий раз, когда ей нужны деньги, вплоть до заранее установленного максимального уровня. Она в целом обеспечена активами компании и по этой причине имеет процентную ставку, не намного выше ставки первоклассных заемщиков. Как правило, банк будет взимать ежегодный сбор за поддержание кредитной линии, независимо от суммы средств, выданных по кредиту, на том основании, что он потратился на выполнение подготовительной работы по кредиту. Вероятно, банк также потребует ежегодного аудита основных счетов и балансовых активов, чтобы удостовериться в том, что финансовое положение компании соответствует нормативам банка. Одной из проблем, связанных с кредитной линией, является то, что банк может аннулировать ее или отказаться выдать дополнительные средства по ней, если он чувствует, что компания больше не является хорошим заемщиком. Другая проблема состоит в том, что банк может потребовать, чтобы компания поддерживала компенсационный остаток на счете в банке; это повышает эффективную процентную ставку по кредитной линии, поскольку компания не зарабатывает проценты на средствах, хранящихся в банке.

Кредитная линия особенно полезна в ситуациях, где могут возникать лишь кратковременные нехватки наличности или сезонные потребности, когда в определенное время года кредитная линия выбирается до нуля. Если ожидается, что потребности в деньгах будут более долгосрочными, то более подходящими формами финансирования будут срочные ноты или облигации.

ЗАЙМЫ

Под активы

Кредит, использующий в качестве обеспечения основные средства или запасы, является распространенной формой финансирования со стороны банков. Могут также выдаваться кредиты, которые основаны на других формах обеспечения, например, сумме денежных взносов по страхованию жизни, ценных

бумагах или недвижимости. Для расчета максимальной суммы займа банк будет использовать реализационную стоимость основных средств (определяемую посредством ежегодной оценки) и/или запасов. Если в качестве базы займа используются запасы, то благоразумный кредитор будет ссужать, как правило, не более 50% от стоимости сырья и 80% от стоимости готовой продукции на том основании, что он, возможно, будет вынужден продавать запасы в случае судебного лишения должника права выкупа заложенного имущества и может не получить его полную цену во время продажи. Гораздо менее вероятно, что кредиторы примут запасы в качестве обеспечения, если те имеют короткие сроки хранения, узко специализированы, подвержены быстрому устареванию, или настолько сезонны, что их стоимость значительно снижается в определенные периоды года.

Учитывая наличие обеспечения, займы такого типа обычно имеют более низкую процентную ставку. Кроме того, кредиторы, как правило, не требуют каких-либо ограничительных оговорок в связи с этими займами, оставляя корпоративному руководству больший контроль над деятельностью компании. Однако к общей стоимости этой формы финансирования следует добавить затраты на ежегодную оценку основных средств или ежегодный аудит со стороны банка (заплатить за который попросят компанию). Кроме того, кредиторы требуют частых отчетов о состоянии заложенных активов — иногда столь частых, как ежедневные по дебиторской задолженности и еженедельные по запасам.

Облигации

Облигация — это зафиксированное обязательство заплатить, обычно стандартную сумму 1000 долл. за облигацию, которое корпорация выпускает для инвесторов. Это может быть *регистрируемая облигация*, когда компания ведет список владельцев каждой облигации. При использовании этого инструмента компания выплачивает проценты, а также производит финальную выплату основной суммы зарегистрированному инвестору. Это может быть также *купонная облигация*, для которой компания не ведет стандартный реестр держателей облигаций. Вместо этого каждая облигация содержит процентные купоны, которые владельцы отделяют и посылают в компанию в даты, когда наступают сроки выплаты процентов. Купонные облигации легче передавать от одного инвестора к другому, но легкость передачи делает их более подверженными утере.

Облигации имеют множество оттенков. Следующий список кратко характеризует наиболее распространенные из них:

- *Залоговая трастовая облигация.* Облигация, использующая в качестве обеспечения инвестиции компании в ценные бумаги.
- *Конвертируемая облигация.* Облигация, которая может быть конвертирована в акции с использованием заранее установленного коэффи-

циента обмена. Наличие прав конвертации, как правило, сокращает процентные расходы по этим облигациям, поскольку для инвесторов конверсионная привилегия имеет некоторую ценность. См. вариант этого метода в абзаце «Конвертируемая облигация с нулевым купоном».

Необеспеченная облигация (debenture) Облигация, выпущенная без обеспечения. Субординированная необеспеченная облигация указывает долг, которыи имеет старшинство над ней.

Облигация с отложенным процентом. Облигация, по которой выплачиваются уменьшенные проценты в первые годы ее срока жизни, либо процент не выплачивается вообще, и затем это компенсируется повышенным процентом в более поздний период. Поскольку облигации этого вида ассоциируются с фирмами, имеющими краткосрочные денежные проблемы, полная процентная ставка за весь срок их жизни может быть высокой.

«Бездонная» облигация (floorless bond). Облигация, условия которои позволяют покупателям конвертировать ее, вместе с любыми накопленными процентами, в обыкновенные акции. Основанием для ее прозвища стало то, что держатели облигаций могут конвертировать их в некоторое количество акций и продать последние на открытом рынке, что, как предполагается, приведет к снижению котировок и позволит им купить больше акций, и так далее. Если бы крупный держатель облигаций конвертировал их в обыкновенные акции, результатом мог бы стать обвал котировок, что может привести к переходу контроля над компанией к бывшему держателю облигаций. Однако эта проблема конверсии может контролироваться в определенных пределах путем включения условий конверсии, которые разрешают держателям облигаций производить конверсию только в установленные периоды времени или с разрешения руководства компании.

Гарантированная облигация. Облигация, выплаты по которой гарантируются третьей стороной. Родительские компании иногда предоставляют такую гарантию облигациям, выпущенным дочерними компаниями, чтобы получить более низкую эффективную процентную ставку.

Доходная облигация (income bond). Облигация, по которой проценты выплачиваются только в том случае, если есть прибыль. Она может быть привязана к общим корпоративным доходам или к конкретным проектам. Если в условиях облигации указано, что проценты накапливаются, то проценты будут аккумулироваться в течение неоплаченных периодов и выплачиваться позже, когда появятся деньги для этого.

Закладная облигация (mortgage bond). Облигационный выпуск может быть также обеспечен любой недвижимостью, находящейся в собственности компании (закладная на недвижимость), либо оборудованием, которым владеет компания (закладная на оборудование), либо всеми активами (общая закладная облигация).

- *Серийная облигация.* Облигационный выпуск, где каждый год погашается часть общего количества облигации, что ведет к постепенному уменьшению общей суммы выпущенного долга.
- *Облигация с переменной ставкой.* Облигация, процентная ставка которой изменяется в зависимости от базового индикатора, например, ставки первоклассных заемщиков. Финансовым директорам следует быть осторожными с такими облигациями, потому что скачки базового индикатора могут вести к существенному росту процентных расходов.
- *Облигация с нулевым купоном.* Облигация без объявленной ставки процента. Инвесторы покупают эти облигации со значительной скидкой к номиналу, чтобы заработать реальные проценты.
- *Конвертируемая облигация с нулевым купоном* Облигация, которая не предлагает процентной ставки на своем титуле, но позволяет инвесторам конвертировать ее в акции, если цена акции достигает уровня, который выше ее текущей цены на открытом рынке. Привлекательность для инвесторов состоит в том, что, даже если цена конвертации в акции установлена с существенной премией над текущей рыночной ценой акции, высокий уровень волатильности цены акции дает инвесторам некоторую надежду на прибыльную конверсию в акции. Привлекательность для компании состоит в том, что ожидание конверсии в акции представляет достаточную ценность для инвесторов, чтобы они не требовали процентной ставки по облигации вообще или, по крайней мере, покупали облигацию лишь с минимальной скидкой к номиналу, что обеспечивает небольшую эффективную процентную ставку Вывертом этой концепции является оговорка об условной конверсии (contingent conversion clause, или «co-co» clause), которая требует, чтобы цена акции превысила установленную точку конверсии на некоторую фиксированную величину, прежде чем инвесторам будет позволено фактически переложиться в акцию, что делает конверсию даже еще менее вероятной. Эта концепция совершенно бесполезна для компании, чьи акции в прошлом лишь незначительно отклонялись от их текущей цены, поскольку инвесторы будут видеть малую вероятность конверсии и поэтому низко оценят конверсионную характеристику, требуя вместо этого более высокую процентную ставку по облигации.

Может существовать документ о выпуске облигаций, который перечисляет все характеристики облигационного выпуска, и где содержаться ограничения, которые компания накладывает на себя, например, лимиты на капитальные вложения или дивиденды, чтобы сделать облигационный выпуск возможно более привлекательным для инвесторов. Если компания не соблюдает эти ограничения, то облигации будут в дефолте.

Облигация обычно выпускается с фиксированной процентной ставкой. Однако, если ставка чрезмерно низка в условиях текущего рынка, то инвес-

торы будут меньше платить за номинальную стоимость облигации, поднимая, таким образом, чистую процентную ставку, уплачиваемую компанией. Аналогичным образом, если ставка слишком высока, то инвесторы будут платить за облигацию больше, понижая чистую процентную ставку, уплачиваемую компанией.

К облигации можно добавить ряд качеств, чтобы сделать ее более привлекательной для инвесторов. Например, ее условия могут включать создание компанией фонда погашения, в который она периодически вносит деньги, обеспечивая тем самым наличие достаточных средств к моменту погашения облигации, чтобы должным образом произвести расчет со всеми держателями облигаций. Может также иметься конверсионная характеристика, позволяющая держателю облигации обменять свои бумаги на акции; эта характеристика, как правило, устанавливает коэффициент конвертации облигаций в акции на уровне, который будет удерживать инвестора от конверсии до тех пор, пока цена акции не изменится с ее уровня при выпуске облигаций, чтобы избежать разводнения доли существующих акционеров. В редких случаях, облигации могут поддерживаться персональными гарантиями или родительской компанией.

Имеются и характеристики, которыми инвесторы могут быть менее довольны. Например, облигация может включать возможность отзыва, позволяющую компании выкупить облигации по установленной цене в определенный период в будущем. Эта характеристика может ограничивать сумму денег, которую держатель облигации мог бы заработать при владении облигацией до срока погашения. Кроме того, компания может ввести характеристику скользящего отзыва, согласно которой она может выкупать некоторую фиксированную долю всех облигаций через регулярные интервалы времени. Когда эта характеристика активируется, инвесторы получат свои деньги назад гораздо раньше, чем указывает дата погашения на титуле облигации, и, таким образом, инвесторам придется искать новый инструмент для вложения своих наличных средств, причем это может случиться в то время, когда процентные ставки намного ниже той, которую они могли бы заработать при держании облигации. Держатель облигации может быть также поставлен последним среди всех кредиторов на получение денег в случае ликвидации (это называется субординированной необеспеченной облигацией), что позволяет компании использовать свои активы в качестве обеспечения для других видов долга; однако, это вынудит ее платить инвесторам более высокую процентную ставку для того, чтобы компенсировать предположительно более высокую степень риска. Типичное облигационное предложение будет содержать смесь этих характеристик, которые влияют на инвесторов как положительно, так и отрицательно, в зависимости от ожидаемой степени трудности в привлечении инвесторов, ожидаемых будущих денежных потоков и потребности в резервировании активов в качестве обеспечения для других видов долга.

Облигации весьма рекомендуются тем организациям, которые являются достаточно крупными, чтобы привлечь группу инвесторов, готовых купить их, поскольку облигации можно структурировать так, чтобы они в точности соответствовали финансовым нуждам компании. Облигации также выпускаются непосредственно для инвесторов, чтобы исключить вмешательство финансовых посредников, таких как банки, которым нужно платить гонорары за организацию и размещение. Кроме того, в периоды низких процентных ставок компания может выпускать долгосрочные облигации, фиксируя тем самым умеренные финансовые издержки на более длительный срок, чем это обычно возможно при использовании других форм финансирования. Поэтому облигации могут быть одной из самых низкозатратных форм финансирования.

Мост (bridge)

Это промежуточный краткосрочный заем, который предоставлен кредитной организацией с учетом того, что компания вскоре получит более долгосрочное финансирование, которое погасит промежуточный кредит. Этот вариант широко используется, когда компания стремится заменить кредит на строительство долгосрочными нотами, которые она намерена постепенно погашать в течение многих лет. Этот вид займа, как правило, обеспечивается производственными зданиями или оборудованием, чтобы получить умеренную процентную ставку.

Государственные органы экономического развития

Различные агентства правительств штатов имеют право гарантировать банковские кредиты организациям, которым нужны средства в географических областях, где, как считается, могут быть реализованы цели социального развития. Например, проекты, которые приведут к повышению занятости или трудоустройству местного населения в специфических областях, могут служить основанием для обращения за кредитом такого типа. Он обычно предоставляется для финансирования текущих потребностей компании в оборотных средствах. Учитывая эти ограничения, заем такого типа может быть получен только в особых ситуациях.

Долгосрочные

Существует несколько форм долгосрочного долга. Одна из них — это долгосрочный заем, предоставленный кредитной организацией. Эти займы, как правило, выдаются небольшим компаниям, не имеющим возможности эмитировать облигации или коммерческие бумаги. Чтобы сократить риск, заимодавец обычно требует от компании предоставления ему приоритета над всеми другими кредиторами в случае ликвидации. Это стандартное требование, поскольку заимодавец подвержен гораздо большему риску дефолта в течение многолетнего срока займа, когда условия бизнеса могут значительно

измениться. Если нет возможности дать заимодавцу старшинство над залогом, тогда компания должна быть готова платить намного более высокую процентную ставку в обмен на подчиненную позицию заимодавца по сравнению с другими кредиторами. Если заимодавец хочет к тому же защитить себя от изменений долгосрочных процентных ставок, он может попытаться установить для компании переменную процентную ставку. Однако если заимодавец просто создает заем и затем продает его третьей стороне, он может быть меньше обеспокоен будущими изменениями процентной ставки.

Долгосрочный заем почти всегда предполагает использование фиксированных платежей в соответствии с установленным графиком, который будет предусматривать либо постепенную выплату основного долга, либо постепенную выплату процентов и погашение подавляющей части основного долга одним платежом по окончании срока займа. В последнем случае, компания может не иметь намерения погасить основной долг, а вместо этого будет перекладывать его в новый заем и обслуживать вновь. Если это так, то финансовый директор может проанализировать тенденцию процентных ставок и предпочесть переложить долг в новый заемный инструмент в более раннюю дату, чем запланированная дата погашения займа, когда процентные ставки находятся на низком уровне. В целом, долгосрочный долг является весьма желанной формой финансирования, поскольку компания может зафиксировать выгодную процентную ставку на длительное время, что освобождает ее от необходимости периодически обращаться за более краткосрочными кредитами в течение всех этих лет, когда экономические условия могут привести к менее благоприятным условиям предоставления долга.

Администрация малого бизнеса

Администрация малого бизнеса (Small Business Administration, SBA) обеспечивает гарантии по небольшим кредитам малому бизнесу. Благодаря поддерживающей гарантии, эти кредиты, как правило, имеют небольшие процентные ставки. Однако кредиты выдаются местными кредитными организациями, которые должны все же придерживаться своих стандартных процедур одобрения, поэтому не так просто получить кредит SBA, если компания находится в сложном финансовом положении. Как правило, SBA предоставляет гарантии по кредитам в экономически застойных районах или районах с высокой безработицей. По этим причинам, кредиты SBA будут доступны лишь в немногочисленных случаях и в объемах, которых будет недостаточно, чтобы покрыть многие потребности бизнеса.

Краткосрочные

Наиболее распространенным типом хозяйственных займов, предоставляемых банками, является краткосрочный кредит. Предполагается, что он будет погашен в течение одного года. Короткий период времени сокращает риск для

банка, который может обоснованно считать, что финансовое положение компании не ухудшится в течение этого непродолжительного отрезка времени настолько, что она не сможет выплатить заем, причем банк будет также защищен от долгосрочных изменений процентной ставки.

Краткосрочный кредит предназначен для покрытия сезонных нужд бизнеса, поэтому деньги используются для финансирования прироста запасов и дебиторской задолженности в период основных продаж и возвращаются банку сразу после того, как уровень продаж падает и дебиторская задолженность получена. Он может использоваться и для краткосрочных проектов, например, для финансирования производства продукции для клиентского проекта, которое будет погашено сразу после оплаты клиентом выполненной работы. По этим причинам, срок погашения кредита должен устанавливаться на период сразу после завершения связанной производственной деятельности.

Коммерческие бумаги (commercial paper) — это долг, который эмитирован непосредственно компанией, обычно номиналом 25 000 долл. Как правило, он является необеспеченным и может продаваться на публичном рынке, поскольку он не зарегистрирован на конкретного покупателя. Процентные ставки обычно на уровне или чуть ниже ставки первоклассных заемщиков. Коммерческие бумаги — это не вариант для небольших компаний, поскольку стоимость их размещения, а также уровень ее покупателей на публичных рынках, ограничивают их использование рамками только крупнейших организаций.

В некоторых случаях компания может привлечь подобный кредит, когда на самом деле ей нужен долгосрочный заем, но она чувствует, что сможет получить более низкую процентную ставку по долгосрочному займу, если подождет, пока процентные ставки снизятся. Однако эта стратегия может обернуться против компании, если процентные ставки имеют тенденцию к росту, поскольку компания будет сталкиваться с риском значительного изменения процентной ставки всякий раз, когда она погашает краткосрочный долговой инструмент и перекладывает средства в новый краткосрочный кредит.

ПРИВИЛЕГИРОВАННЫЕ АКЦИИ

Привилегированные акции несут в себе элементы как капитала, так и долга, поскольку по ним обычно выплачивается процент на сумму оплаченного финансирования. Однако по решению совета директоров процент может быть отложен и переведен на кумулятивную основу, стоимость акций не возвращается, и они могут конвертироваться в обыкновенные акции. Кроме того, в налоговом законодательстве считается дивидендом процент по привилегированным акциям, и он не вычитается из налогооблагаемой базы. В результате, стоимость привилегированных акций обычно выше, чем других форм долга, и, если акции конвертируемые, акционеры могут обнаружить, что их

собственность разводнена держателями привилегированных акций, конвертировавшими свои бумаги в обыкновенные акции.

Привилегированные акции являются хорошим решением для организаций, ищущих долгосрочный источник финансирования без требования производить фиксированные процентные выплаты в *конкретные* даты (поскольку дивиденды по привилегированным акциям могут быть отложены). Они также полезны для компаний, принуждаемых их кредитными организациями улучшить соотношение между долгом и собственным капиталом, но которые не хотят уменьшать долю собственности существующих владельцев обыкновенных акций посредством вливания нового капитала (только как вариант, при котором привилегированные акции не конвертируются в обыкновенные акции).

Привилегированные акции становятся все более распространенной формой оплаты корпоративных слияний после устранения бухгалтерского принципа объединения долей участия. Этот принцип требовал, чтобы слияния оплачивались исключительно обыкновенными акциями. С кончиной этого подхода к слияниям, облигационный компонент привилегированных акций делает их излюбленным инструментом для компаний-целей. Они особенно привлекательны для создания безналогового статуса слияний, поскольку компания-цель будет сохранять «долгосрочное участие» («continuity of interest») в компании-покупателе. Однако Налоговая служба может не разрешить безналоговый статус, если привилегированные акции могут быть погашены в краткосрочной перспективе, поскольку это сокращает «капитальные характеристики» акций.

ПРОДАЖА С ПОСЛЕДУЮЩЕЙ АРЕНДОЙ

По этому соглашению, компания продает один из своих активов кредитору и затем сразу берет его обратно в аренду на срок с гарантированной минимальной продолжительностью. За счет этого компания получает деньги от продажи актива, которые она может более прибыльно использовать для других целей, в то время как лизинговая компания, организовавшая сделку, получает гарантированного арендатора на период времени, который позволит ей получить прибыль от финансовой сделки. Продажа с последующей арендой чаще всего используется для продажи здания компании, но может касаться и других крупных активов, например, производственного оборудования.

Продажа с последующей арендой полезна для компаний в любом финансовом состоянии, поскольку здоровая в финансовом отношении компания может использовать полученные деньги для обратного выкупа акций с целью повышения котировок, а проблемная организация может использовать деньги для финансирования производства. Дополнительное преимущество состоит в том, что эта сделка не обременяет долгом балансовый отчет компании;

более того, она возвращает деньги *на* баланс, что позволяет компании привлекать дополнительный долг. Она особенно полезна, когда рыночные условия делают другие формы финансирования слишком дорогими. Ясно, что это вариант только для тех организаций, которые располагают значительными активами, пригодными для продажи.

ВЫВОДЫ

Предыдущее обсуждение показывает, что существует богатый выбор методов, которые можно использовать для решения проблемы привлечения финансовых средств. Для удобства читателя разнообразные виды долгового финансирования сведены в табл. 14.1.

Таблица 14.1. **Обобщение видов долгового финансирования**

Вид долгового финансирования	Характеристики	Стоимость
Задержка оплаты кредиторской задолженности	Краткосрочное финансирование, полученное в результате поздней оплаты поставщиков	Нет прямых затрат, но влияет на отношения с поставщиками
Ускорение взыскания дебиторской задолженности	Краткосрочное финансирование, полученное в результате более активного взыскания и ужесточения кредитной политики	Отсутствие прямых затрат и один из самых простых источников доступных денежных средств
Кредитные карты	Краткосрочное финансирование, когда имеются небольшие остатки в расчете на одну карту	Очень дорогое и может требовать личных гарантий
Договоренность со служащими	Краткосрочное финансирование, основанное на обмене части зарплаты служащих на акции или участие в прибыли	Нет непосредственных затрат, но можно потерять служащих и разводнить акции инвесторов
Факторинг	Краткосрочное финансирование, основанное на дебиторской задолженности	Дорогое, но резко ускоряет денежный поток
Складское финансирование	Краткосрочное финансирование, основанное на запасах	Стоит несколько выше ставки первоклассных заемщиков и может потребовать детального отслеживания запасов
Планирование минимальной цены	Краткосрочное финансирование, основанное на запасах розничной торговли	Стоит несколько выше ставки первоклассных заемщиков и может потребовать детального отслеживания запасов
Сокращение запасов	Краткосрочное финансирование, основанное на устранении запасов	Нет кредитных расходов, но требует более совершенных систем планирования и мониторинга запасов
Аренда	Среднесрочное финансирование, поддерживающее покупку конкретных активов	Затраты могут быть скрытыми в лизинговом договоре

Вид долгового финансирования	Характеристики	Стоимость
Кредитная линия	Краткосрочное возобновляемое финансирование, обеспечиваемое разнообразными активами	Стоимость близка к ставке первоклассных заемщиков, но банк может отказать в дополнительном финансировании, и она должна быть выплачена в короткие сроки
Заем, под активы	Долгосрочное финансирование с залогом активов	Стоимость близка к ставке первоклассных заемщиков, но может потребовать частых отчетов о состоянии залога
Заем, облигационный	Долгосрочное финансирование, основанное на облигациях, эмитированных компанией	Стоимость варьируется в зависимости от состояния рынка и условий облигационного выпуска
Заем, мост	Краткосрочное финансирование, используемое для сохранения долговой позиции до нахождения долгосрочного финансирования	Стоимость близка к ставке первоклассных заемщиков, но обеспечивается имуществом
Заем, государственных органов экономического развития	Краткосрочное финансирование, поддерживаемое государством в особых ситуациях, отвечающих целям социального развития	Стоимость близка к ставке первоклассных заемщиков
Заем, долгосрочный	Долгосрочное финансирование, предоставленное заимодавцем	Стоимость близка к ставке первоклассных заемщиков, но требует статуса старшего долга и может предполагать «балонное» погашение
Заем, администрации малого бизнеса (SBA)	Долгосрочное финансирование от заимодавца с гарантией SBA	Стоимость близка к ставке первоклассных заемщиков, но крупные суммы обычно не выдаются
Заем, краткосрочный	Краткосрочное финансирование, основанное на сезонных потребностях в деньгах	Стоимость близка к ставке первоклассных заемщиков, но может требовать обеспечения
Привилегированные акции	Долгосрочное финансирование от продажи долей в капитале, приносящих дивиденд	Стоимость выше, поскольку выплачиваемые дивиденды не вычитаются из налогооблагаемой базы, но улучшает соотношение между долгом и собственным капиталом
Продажа с последующей арендой	Долгосрочное финансирование от продажи здания или крупного актива и обратной аренды его на длительный срок	Низкая стоимость, но требует обязательства по долгосрочной аренде

Самые лучшие виды долгового финансирования предполагают сокращение потребностей компании в оборотных средствах путем совершенствования методов внутреннего управления и оптимизации технологических процессов, в результате чего сокращается или устраняется нужда в каком-либо финансировании. При максимальном использовании такого подхода компания, которая надежно прогнозирует свои потребности в денежной наличности и на этой основе заблаговременно разрабатывает планы привлечения финансирования в необходимых объемах, будет находиться в гораздо лучшем положении для получения недорогих финансовых ресурсов, чем те организации, которые должны драться за финансирование в последнюю минуту.

ГЛАВА 15

ПРИВЛЕЧЕНИЕ КАПИТАЛА (РАЗМЕЩЕНИЕ АКЦИЙ)

Ключевой *функцией* финансового директора является привлечение капитала. Эта глава посвящена главным образом меморандуму о предложении акций, который является важнейшим документом, на основании которого инвесторы определяют, стоит ли вкладывать деньги в компанию. Этот меморандум предназначен для частного размещения акций; о публичном размещении см. главу 16 «Первоначальное публичное предложение».

Помимо меморандума предложения, эта глава описывает также выбор метода оценки акций для этого меморандума, а также альтернативы финансирования, например, обмен акций на затраты или деньги, выпуск варрантов на акции или использование схемы «Долгосрочные капитальные решения для преодоления кризисов» (Committed Long-Term Capital Solutions, CLOCS), которая является формой страхования, способной обеспечить увеличение доли собственных средств. Наконец, мы рассматриваем важнейшие элементы выкупа акций в случае, если компания оказывается в обратной ситуации, имея больше наличных денег, чем ей требуется, или желая повысить показатель прибыли на акцию за счет сокращения количества акций в обращении.

В первом параграфе мы кратко остановимся на основных характеристиках обыкновенных и привилегированных акций, имеющих отношение к дальнейшему изложению.

ВИДЫ АКЦИЙ

Владельцы *обыкновенных акций* являются подлинными собственниками корпорации. Благодаря акционерной собственности они имеют право на участие в дивидендах, голосование по различным вопросам, представленным на их рассмотрение советом директоров, избрание членов совета и получение доли любых средств, оставшихся в результате ликвидации корпорации. Если компания ликвидируется, они не получат какой-либо доли от вырученных средств, пока не удовлетворены все претензии кредиторов, а также

требования держателей всех других классов акций. Может существовать несколько классов обыкновенных акций, которые обычно наделены разными голосующими правами; наличие различных типов обыкновенных акций, как правило, указывает на то, что некоторые акционеры пытаются установить некоторую степень преимущественного контроля над компанией через акции своего класса.

Большинство видов акции имеет номинальную стоимость, которая представляет собои минимальную цену, ниже которой акции не могут быть проданы. Первоначально, номинальная стоимость использовалась для того, чтобы в компанию была внесена определенная сумма средств, которые не могли изыматься из нее вплоть до прекращения ее деятельности как юридического лица. В реальности, большинство обыкновенных акций имеют в настоящее время столь низкий номинал (обычно где-то от цента до доллара), что это первоначальное намерение уже не работает.

Привилегированные акции имеют множество разновидностей, но, по сути, это акции, предлагающие различные стимулы, чтобы убедить инвесторов купить их, например, гарантированная выплата дивидендов и старшинство перед обыкновенными акциями при распределении ликвидационной суммы. Дивиденды могут быть также спланированы таким образом, чтобы их величина поднялась на более высокий уровень к некоторой дате в будущем, и такие акции называются *привилегированными акциями с повышающейся ставкой*. Это дорогая форма финансирования для компании, поскольку выплачиваемые инвесторам дивиденды не вычитаются из налогооблагаемой базы, как процентные расходы.

Дивиденды, предусмотренные в соглашении о выпуске привилегированных акций, могут выплачиваться только после одобрения советом директоров (как и дивиденды по обыкновенным акциям) и, таким образом, могут быть отменены. Если привилегированные акции имеют кумулятивную оговорку, тогда любые дивиденды, которые не были выплачены владельцам привилегированных акций в предыдущие годы, должны быть выплачены до выплаты дивидендов по любым другим типам акций. Кроме того, некоторые привилегированные акции дают их владельцам голосующие права в случае пропуска одной или более дивидендных выплат.

Поскольку эти акции столь дороги, многие компании выпускают их с оговоркой о праве отзыва, указывающей цену, по которой компания будет выкупать эти акции. Цена отзыва должна быть достаточно высокой, чтобы обеспечивать инвесторам приемлемую прибыль относительно цены приобретения, в противном случае никто не будет вкладывать деньги в эти акции. Привилегированные акции могут также конвертироваться акционером в обыкновенные акции в заранее установленной пропорции, если соглашение о привилегированных акциях указывает, что такой опцион имеется.

ЧАСТНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ АКЦИЙ

Компания может обнаружить, что имеет слишком высокое соотношение между долгом и собственным капиталом, или что нет возможности привлечь дополнительный долг. В итоге финансовый директор вынужден отправляться на поиски капитала Частная компания осуществляет это путем частного предложения акций, когда акции продаются ограниченному числу частных лиц или компаний. Руководство компании может продать акции на неформальной основе друзьям и членам семей, но в лучшем случае это ограниченный источник капитала. Когда требуется больше капитала, финансовый директор должен искать его за пределами этого круга знакомых

Официальное частное размещение акций может потребовать услуг инвестиционного банка, чьи связи значительно более обширны, чем у финансового директора. Солидный инвестиционный банк может потребовать глубокого изучения компании, чтобы убедиться в том, что это приемлемый объект инвестиций для потенциальных инвесторов. Затем банк будет совместно с финансовым директором работать над меморандумом предложения, который описывает виды и условия предлагаемых акций, их цену, компанию и как она планирует использовать полученные средства. Меморандум предложения детально описан в следующем параграфе. Затем меморандум предложения будет послан группе потенциальных инвесторов, после чего проводится инвестиционная встреча, на которой генеральный директор и финансовый директор делают презентации для инвесторов. Если все идет хорошо, то инвестиционный банк проводит исполнение сделки, когда инвесторы платят компании за предложенные акции.

Звучит просто? Но это не так. Трудно найти подходящий инвестиционный банк, который будет хорошо работать с компанией. Столь же трудно написать меморандум предложения (в основном, это бремя финансового директора), а презентации требуют долгой подготовительной работы и репетиций. И не забывайте о гонораре инвестиционного банка. Он может значительно варьироваться, но ожидайте какого-то варианта «формулы Леман (Бразерс)», т. е. 5% от первого привлеченного миллиона долларов, 4% от второго миллиона, 3% от третьего миллиона, 2% от четвертого миллиона и 1% от всех средств сверх этой суммы. Например, если инвестиционный банк привлекает для компании 5 млн долл., то его гонорар составит 150 000 долл. Кроме того, банк может запросить большое количество варрантов на покупку акций компании, чтобы иметь возможность извлечь выгоду из возможного роста стоимости компании в будущем.

СХЕМА МЕМОРАНДУМА ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Меморандум предложения — это важнейший документ, который является основой любых успешных усилий по привлечению собственного капитала, поскольку он содержит всю информацию, необходимую инвестору для при-

нятия решения об инвестировании. За свою карьеру финансовому директору, вероятно, придется несколько раз создавать подобный документ, и поэтому он должен иметь представление о его содержании и общей структуре, которые детально рассматриваются в данном параграфе. Десять главных компонентов меморандума не обязательно должны раскрываться точно в таком же порядке или даже форме, как здесь, но должны быть представлены в документе, чтобы инвесторы получили ясное представление о компании, ее планах в отношении использования их денег и общих рисках, которым будут подвержены их средства. Общий план меморандума предложения должен начинаться с контактной информации и краткого изложения, являющихся единственными разделами, которые читают многие инвесторы; если общая концепция их не заинтересовывает, они не идут дальше резюме. Следующий раздел рассказывает о предлагаемом размещении и правах, предоставляемых инвесторам. Если инвестор заинтересован в этих условиях, он или она захочет больше прочесть о компании, описание которой содержится в остальных частях меморандума. Формат меморандума с отдельными текстовыми примерами представлен ниже.

1. *Контактная информация.* Если привлекается инвестиционный банк, то контактная информация должна ограничиваться его персоналом. Если нет, то обычными контактными лицами, указанными в этом разделе, являются генеральный директор и финансовый директор.
2. *Краткое содержание (executive summary).* Многие инвесторы не имеют времени на изучение громоздкого проспекта, чтобы определить общий уровень заинтересованности во вложении денег. Вместо этого им нужно краткое обобщение предложения, на основе которого они могут решить, требуется ли более глубокое изучение. Резюме должно включать следующие элементы:
   a. *Предлагаемая сделка.* Показывает необходимую сумму денег и запрашиваемый объем участия индивидуальных инвесторов.
   b. *Использование средств.* Указывает основные цели, на которые будут направлены средства, включая долю каждой статьи расходов.
   c. *Выход.* Описывает возможные стратегии выхода, которые компания может использовать по поручению своих инвесторов. Любое упоминание времени должно быть крайне широким, чтобы инвесторы не могли выдвигать претензий в отношении конкретной даты.
   d. *Компания.* Кратко описывает основные виды деятельности компании и предлагаемые ею товары или услуги. Уместно включить таблицу, показывающую объем реализации и прибыль за несколько последних лет.
   e. *Покупатели.* Указывает общее число покупателей, распределение продаж между ними и названия некоторых наиболее известных из них.

f. *Команда менеджеров.* В общих чертах описывает уровень компетенции управляющих, например, «команда менеджеров имеет 128 лет общего стажа работы в этои отрасли». Не углубляется в индивидуальные резюме, которые представлены далее в меморандуме.

3. *Описание предложения.* Этот раздел содержит основные условия предложения акций, включая минимальное и максимальное количество акций, которое компания хочет продать, цену акции и права инвесторов, которые обычно включают следующее:

   a. *Информационные права.* Эти права обеспечивают получение инвесторами финансовой информации с соответствующими разъяснениями, что обычно включает аудированные годовые отчеты, а также неаудированные квартальные отчеты. Примерный текст следующий:

   Инвесторы будут иметь право получать, не позднее 90 дней после окончания финансового года, аудированные годовые финансовые отчеты, сопровождаемые общим описанием компании в соответствующий период. Инвесторы также будут иметь право получать, не позднее 45 дней после окончания квартала, неаудированные квартальные финансовые отчеты, сопровождаемые описанием важнейших событий, имевших место в соответствующий период.

   b. *Регистрационные права.* Обычной практикой является включение компанией акций инвесторов в любое будущее публичное предложение акций за счет компании. Это позволяет акциям инвесторов «въехать на спине» («piggyback») компании в инициируемое ею размещение. Примерный текст следующий:

   В случае если компания, согласно Закону о ценных бумагах, предлагает зарегистрировать какие-либо из ее капитальных ценных бумаг для продажи посредством подписного публичного предложения до пятой годовщины Окончательной Даты Исполнения, компания будет обязана разрешить включение, по просьбе владельца, любых обыкновенных акций в ценные бумаги, которые будут регистрироваться в таком подписном публичном размещении; при условии, что компания не будет обязана включать какие-либо акции владельца в такое подписное публичное размещение, если эти владельцы не принимают условия, согласованные между компанией и выбранными ею андеррайтерами, и будет включать их только в таком количестве, которое не будет, по заключению андеррайтеров, подрывать успех предложения компании. Компания будет нести расходы по регистрации акций владельцев, за исключением любых скидок и комиссионных за андеррайтинг.

   c. *Права требования.* Права требования аналогичны только что описанному праву «въехать на спине» компании, за исключением того, что инвесторы могут требовать от компании отдельной публичной

регистрации их акций, которые они после этого будут иметь право продать публике. Примерный текст следующий:

В случае если компания проводит подписное публичное размещение ее капитальных ценных бумаг до пятой годовщины Окончательной Даты Исполнения, владельцы большинства обыкновенных акций могут, по письменному запросу, однократно потребовать, чтобы компания подала регистрационное заявление, предусмотренное Законом о ценных бумагах, и приложила усилия к тому, чтобы это регистрационное заявление стало действующим по отношению к указанным обыкновенным акциям и все владельцы обыкновенных акций должны получить право пропорционального участия в такой регистрации. Компания будет нести расходы по регистрации обыкновенных акций владельцев, за исключением любых скидок и комиссионных за андеррайтинг, и будет оплачивать обоснованные гонорары и расходы юридического консультанта владельцев акций.

d. *Конверсионные права.* Владелец привилегированных акций, возможно, захочет иметь право конвертировать их в обыкновенные акции, что может обеспечить более высокую доходность инвестиции. Типичный текст следующий:

Каждая привилегированная акция будет в любое время конвертируемой, по выбору держателя, в одну обыкновенную акцию (с поправкой на дробление или консолидацию акций, и другие аналогичные события)

e. *Дивиденды.* Руководство компании может чувствовать, что лучшую цену за акции можно получить в том случае, если пообещать выплату дивидендов при продаже инвесторам привилегированных акций. Однако чаще менеджмент не предполагает делать этого (поскольку это создает обязательство), поэтому лучший подход – это ясно заявить, что выплаты дивидендов не планируются. Типичный текст следующий:

Объявленных дивидендов не имеется. Дивиденды выплачиваются, когда, поскольку и если дивиденды объявлены и подлежат выплате на обыкновенные акции из средств, имеющихся законно и в сумме, равной сумме, на получение которой имели бы право держатели привилегированных акций, если бы они конвертировали свои привилегированные акции в обыкновенные акции и были держателями обыкновенных акций в дату закрытия реестра для таких дивидендов на обыкновенные акции.

f. *Голосующие права.* Если выпускаются привилегированные акции, то их голосующие права могут отличаться от тех, которые предоставлены владельцам обыкновенных акций, и поэтому их следует перечислить в меморандуме предложения. Эти права могут включать окончательное одобрение выпуска любого другого класса акций, привлечения дополнительного долга, продажи бизнеса или крупных активов, либо любых иных действий, которые могут

уменьшить стоимость инвестиции акционеров или повысить уровень финансового риска компании. Типичный текст следующий:

Любая предлагаемая продажа компании или продажа по существу всех ее активов должна требовать одобрения владельцев, по крайней мере, двух третей привилегированных акций, выпущенных на тот момент.

g. *Привилегия при ликвидации.* Владелец привилегированных акций может иметь право на фиксированную выплату в случае ликвидации компании, что может явиться значительным стимулом к покупке акций, если ожидается, что бизнес будет продан в ближайшее время. Менее часто владельцам привилегированных акций могут предложить привилегию при ликвидации со шкалой оплаты, которая понижается в соответствии с общей ценой продажи компании. Типичный текст следующий:

В случае ликвидации, расформирования или закрытия компании, все владельцы привилегированных акций будут иметь право на получение доли в ликвидационной стоимости, равной _____ долларов на одну акцию, и получат преимущество перед обыкновенными акциями. После выплаты этой доли в ликвидационной стоимости владельцы привилегированных акций не будут иметь права на какие-либо дальнейшие выплаты от компании.

h. *Преимущественные права покупки.* Акционеры, возможно, захотят избежать разводнения их долей собственности, и в таком случае в соглашении об акциях могут быть записаны преимущественные права покупки. Эти права предоставляют существующим акционерам возможность покупки достаточного количества акций в будущих выпусках акций, чтобы обеспечить сохранение их доли собственности в компании. Типичный текст следующий:

В случае если компания предлагает продать, либо предоставить права или опционы на покупку любых акций любого класса или любых ценных бумаг, конвертируемых в или несущих права или опционы на покупку любых акций любого класса (вместе «Другие Ценные Бумаги»), каждый владелец привилегированных акций будет иметь преимущественное право покупки такого количества таких Других Ценных Бумаг, которое позволит владельцу сохранить имеющуюся у него на тот момент капитальную долю собственности в компании на полностью разводненной основе, причем по цене, не менее благоприятной, чем та, по которой компания намерена предложить такие Другие Ценные Бумаги.

4. *Описание компании.* Это описание призвано дать инвестору общее представление об истории, деятельности и рыночных позициях компании. Это должно быть не длинное эссе, а скорее лаконичный обзор. Например:

Компания была создана в 2002 г., и в первый год объем реализации составил 5 млн долл., который вырос с тех пор до 25 млн долл., причем все продажи

приходятся на рынок моторизованной садовой техники. В настоящее время компания имеет 40 крупных дистрибьюторов в США, а также 12 розничных магазинов в Калифорнии, Орегоне и Вашингтоне. Ее продукция разрабатывается и производится на единственном заводе в Солт-Лейк-Сити. Компания придерживается строгой концентрации на развитии ниши садовых изделий высшего качества для профессиональных садоводов и квалифицированных садоводов-любителей.

5. *Факторы риска.* Это исключительно важная часть меморандума предложения. Инвесторы должны быть проинформированы о широком диапазоне потенциальных рисков, которые могут влиять на успешное использование компанией их денег для достижения целей, указанных в этом меморандуме. Лучше всего включать все возможные риски, избегая повода для будущих судебных исков на том основании, что инвесторы не были полностью проинформированы. Полный список потенциальных рисков должно предварять следующее общее заявление, напечатанное заглавными буквами:

ЛЮБАЯ ИНВЕСТИЦИЯ В КОМПАНИЮ ПРЕДПОЛАГАЕТ ВЫСОКУЮ СТЕПЕНЬ РИСКА И ТОЛЬКО ЛИЦАМ, КОТОРЫЕ В СОСТОЯНИИ ПОЗВОЛИТЬ СЕБЕ ПОЛНУЮ ПОТЕРЮ СВОИХ ИНВЕСТИЦИЙ, СЛЕДУЕТ РАССМАТРИВАТЬ ОСУЩЕСТВЛЕНИЕ ТАКОЙ ИНВЕСТИЦИИ. НЕ МОЖЕТ БЫТЬ ГАРАНТИЙ, ЧТО БИЗНЕС-ПЛАН, ПРЕДСТАВЛЕННЫЙ ЗДЕСЬ, БУДЕТ КОММЕРЧЕСКИ ЖИЗНЕСПОСОБНЫМ. КРОМЕ ТОГО, ФАКТИЧЕСКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ МОГУТ ПОТРЕБОВАТЬ ЗНАЧИТЕЛЬНЫХ ИЗМЕНЕНИЙ ВСЕГО ИЛИ ЧАСТИ ЭТОГО ПЛАНА. ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ ДОЛЖНЫ ПОЛНОСТЬЮ УЧИТЫВАТЬ, СРЕДИ ПРОЧИХ ФАКТОРОВ, СЛЕДУЮЩИЕ:

Примером рисков с прилагаемым примерным текстом является:

a. *Отсутствие дивидендов.* «Компания не ожидает объявления или выплаты каких-либо денежных дивидендов в обозримом будущем».

b. *Риск конкуренции.* «Компания будет конкурировать с другими игроками на избранных ею рынках. Нет гарантии, что Компания сможет продолжать успешно конкурировать за бизнес, или что товары и услуги Компании будут продаваться с прибылью. Многие потенциальные конкуренты имеют значительно больше финансовых ресурсов и существенно больше опыта в маркетинге продукции».

c. *Зависимость от ключевых работников.* «Успех Компании в большой степени зависит от знаний, личных усилий и способностей (*имена*), потеря услуг которых может иметь существенное неблагоприятное влияние на Компанию».

d. *Разводнение.* «Для достижения целей, установленных в Финансовом Плане, Компании в настоящее время не требуется привлечения

дополнительного капитала или средств от продажи ценных бумаг или конвертируемых долговых инструментов. Если Компания не сумеет достичь установленного уровня продаж, необходимых для достижения желаемых результатов в пределах установленного времени, тогда Компания может попытаться привлечь дополнительные порции частного капитала или конвертируемого долга. Кроме того, Компания может счесть целесообразным привлечение дополнительного капитала для поддержки более быстрого роста продаж, разработки новой продукции или других потребностей бизнеса. В любом случае, если Компания выпустит дополнительные капитальные ценные бумаги или конвертируемый долг (и такие ценные бумаги будут в последующем конвертированы), то инвесторы, которые инвестируют в выпуск, описываемый в настоящем документе, столкнуться с разводнением акций, причем это разводнение может быть существенным».

e. *Риски правительственных заказов.* «Приблизительно _____ % общей выручки компании поступает, прямо или косвенно, от правительственных контрактов. Согласно их условиям, эти контракты в принципе могут быть аннулированы в любое время и без объяснения причин по решению правительства. Кроме того, все правительственные контракты требуют соблюдения их положений и регулирующего законодательства в отношении поставок. Принятие нового или видоизмененного законодательства о регулировании поставок может неблагоприятно отразиться на Компании или повысить затраты на выполнение правительственных заказов. Любое нарушение (намеренное или нет) этих регулирующих положений может привести к прекращению таких правительственных контрактов, наложению штрафов и/или лишению права на получение дополнительных правительственных контрактов».

f. *Управление ростом.* «Компания предвидит период значительного роста доходов, что приведет к новому, более высокому уровню ответственности управленческого персонала, и создаст значительную нагрузку для руководства Компании, ее производственной и финансовой систем и ресурсов. Будущий успех Компании в значительной степени будет зависеть от способности ее нынешнего и будущего управленческого персонала работать эффективно, как каждого в отдельности, так и всех вместе. Не может быть гарантий, что персонал, системы, процедуры и меры контроля Компании будут достаточными для того, чтобы обеспечивать будущие операции Компании».

g. *Потребность в дополнительном финансировании.* «Компании может потребоваться дополнительное финансирование для поддержки предполагаемого уровня операций. Не может быть дано никаких

гарантий в отношении доступности дополнительного финансирования, или, в случае доступности, условий, на которых оно может быть получено. Весьма вероятно, что любое такое дополнительное финансирование приведет к разводнению капитальной инвестиции Инвестора в Компанию».

h. *Отсутствие публичного рынка для акций.* «Не существует публичного рынка для обыкновенных или серии _____ привилегированных акций Компании, и никакой рынок не появится в результате этого предложения. Продажа _____ акций не регистрируется согласно Закону о ценных бумагах 1933 г. с поправками («Закон о ценных бумагах»), и возможно, что акции не удастся перепродать или передать каким-либо другим путем, если они не будут впоследствии зарегистрированы в соответствии с Законом о ценных бумагах и будут отвечать требованиям соответствующих законов штатов, либо если не будет предоставлено исключение в отношении регистрации и соответствия. Поэтому покупатели могут быть не в состоянии быстро продать свои инвестиции».

i. *Товарная ответственность.* «До настоящего времени Компания не имела каких-либо претензий, связанных с выпускаемой продукцией. Однако продажа и поддержка Компанией своей продукции может повлечь риск таких претензий. Успешный иск по товарной ответственности, выдвинутый против Компании, мог бы иметь существенное негативное влияние на бизнес, производственные результаты и финансовое состояние Компании».

j. *Риск нарушения прав.* «Компания не знает о случаях нарушения ею каких-либо прав собственности третьих сторон. Однако не может быть гарантировано, что третьи стороны не будут выдвигать претензии о нарушении Компанией их прав интеллектуальной собственности. Любые такие претензии, обоснованные или нет, могут потребовать много времени на защиту, привести к дорогостоящей судебной тяжбе, отвлечь внимание и ресурсы менеджеров, стать причиной задержек с отгрузками товаров или потребовать подписания Компанией соглашений о выплате роялти или лицензионных соглашений».

k. *Технический прогресс.* «Компании принадлежит определенная интеллектуальная собственность. Однако происходит технический прогресс и не может быть гарантий, что этот прогресс не сделает продукцию Компании устаревшей».

l. *Неопределенности в отношении нового бизнеса.* «Хотя Компания продала много своих товаров и услуг, не может быть гарантий, что товары и услуги Компании будут по-прежнему находить спрос

на рынке или будут способны продаваться по цене, которая дает Компании прибыль».

т. Неопределенность будущих производственных результатов. «Доходы не являются предсказуемыми со сколько-нибудь значительной степенью точности. Соответственно, Компания полагает, что сравнения ее производственных показателей от периода к периоду не обязательно будут давать значимые результаты, и на них не следует полагаться, как на указание относительно будущей деятельности. Хотя Компания в последнее время имела рост доходов, подобный рост не следует рассматривать как указание на будущий рост доходов, если таковой вообще будет, или как указание на будущие производственные результаты. Неспособность Компании, по любой причине, увеличить доходы имела бы существенное негативное влияние на бизнес, производственные результаты и финансовое состояние Компании».

6. *Использование полученных средств.* В общих чертах указываются цели, на которые руководство планирует направить выручку от предложения. Излишняя детализация может стать причиной юридических проблем в будущем, если инвесторы подадут иск с целью возврата их денег на том основании, что компания неправильно использовала средства. Важно также отметить виды инвестиций, в которые деньги будут вложены до целевого использования. Пример:

   Основными целями данного предложения являются: получение дополнительных оборотных средств, создание коммерческого продукта на основе имеющейся технологии, выведение этого товара на рынок и способствование будущему выходу Компании на публичные рынки капитала. Компания предполагает использовать чистую выручку от данного предложения на оборотные средства и общекорпоративные цели. Часть чистой выручки от данного предложения может быть также использована для приобретения товаров, технологий или компаний, которые расширят или увеличат текущее предложение товаров или услуг Компании. В ожидании такого использования Компания намерена инвестировать чистую выручку от предложения в краткосрочные ценные бумаги инвестиционной категории с процентным доходом.

7. *Избранная финансовая информация.* Следует представить обобщенный отчет о прибылях и убытках и балансовый отчет, которые показывают работу компании на протяжении, по крайней мере, последних трех, а лучше, пяти лет. Уровень обобщения должен быть достаточным, чтобы сгруппировать все эти данные на одной странице.

8. *Описание бизнеса.* Цель этого раздела — дать инвесторам ясное представление о том, какие ключевые факторы успеха движут компанией. Он может включать различную степень отраслевого деления, вопросы цен или качества, а также анализ предлагаемых фирмой товаров или

услуг. Обсуждение должно охватывать все основные части бизнеса, включая рынок, на котором работает компания, сбыт, юридические вопросы, покупателей и инвестиции в исследования. Ниже представлены возможные темы, которые следует включить в этот раздел:

a. *Отраслевая принадлежность.* Описывается общая структура отрасли, в которой работает компания. Если она пересекает много межотраслевых границ, то опишите отрасли, имеющие главное значение для компании. Описание может включать оценку общей суммы реализации в отрасли, сегментацию рынка и ключевых игроков. Например:

Рынок земельной информации достигает примерно 500 млн долларов. Он состоит из нескольких тысяч топографических фирм, нескольких сотен фирм, занимающихся аэросъемкой, почти двух десятков фирм с земельными базами данных и двух крупных поставщиков программного обеспечения для географических информационных систем. Основная часть прибыли в отрасли идет двум фирмам программного обеспечения, чья продукция занимает монопольное положение. Фирмы с базами данных обычно небольшие, но иногда в результате регионального объединения образуются компании средних размеров, которых быстро покупают крупные нефтегазовые компании. Топографические и аэросъемочные фирмы имеют минимальные барьеры для начала деятельности, что приводит к низким ценам и минимальной норме прибыли.

b. *Продукция.* Меморандум должен описать каждый крупный товар или услугу компании в отдельном абзаце. Не обязательно показывать продажи в разбивке по товарам — скорее, цель в том, чтобы дать инвесторам представление об основных областях, в которых создаются продукты, а также об их возможностях. Например:

Система продажи арендных прав (Lease Sale System) обеспечивает значительно лучший подход к решению задач поиска и анализа информации о конкурентной продаже прав аренды нефтегазовых площадей. Она объединяет мощный инструмент поиска с правительственной информацией о продаже прав аренды нефтегазовых площадей, позволяя пользователю быстро находить интересующие его области, отслеживать тенденции конкурентов, определять благоприятные возможности и потенциальных партнеров, выявлять упущенные из виду пакеты для приобретения и анализировать затраты, связанные с приобретением перспективных пакетов. Этот продукт предназначен для профессионалов в вопросах земли, которые продают и покупают федеральные пакеты, регулярно посещают государственные аукционы по продаже прав аренды нефтегазовых площадей или уделяют время и силы поиску и изучению информации о продаже прав аренды нефтегазовых площадей.

c. *Покупатели.* Этот раздел должен обобщить типы и количество покупателей, а также указать крупнейших из них. Например:
В последние два года компания имела в общей сложности 240 покупателей, из которых 180 покупали услуги компании, по крайней мере, один раз в месяц.

Из общей суммы продаж 20% приходится на пять крупнейших клиентов, а 28% — на десять клиентов. Десять крупнейших покупателей компании следующие...

d. Анализ SWOT. Это сокращение слов «силы, слабости, возможности и угрозы» (strengths, weaknesses, opportunities, and threats — SWOT), которые предвидит команда менеджеров. Каждая из этих статей должна быть по пунктам расписана в таблице. Сильные стороны следует показывать вместе с соответствующими преимуществами, чтобы инвесторы могли видеть, как можно капитализировать имеющиеся сильные стороны компании. Аналогичным образом, слабости показывают вместе с мерами по их преодолению, в то время как возможности увязывают со стратегиями их использования, а угрозы показывают вместе с защитными мероприятиями. Пример представлен в табл. 15.1.

Таблица 15.1. **Силы, слабости, возможности и угрозы**

Сильные стороны ——→	**Соответствующие преимущества**
• Накопленный опыт	• Конкурентное преимущество
• Товары и услуги компании предлагают уникальную и желанную ценность на целевых рынках	• Высокая рентабельность инвестиций для клиентов и, следовательно, высокая стабильность клиентской базы.
• Широкий потенциал применения на нескольких государственных и коммерческих рынках с суммарным потенциальным объемом продаж более _____ млн. долларов	• Великолепный потенциал кратко- и долгосрочного роста доходов
• Нет прямых конкурентов на основных целевых рынках.	• Безконкурентный доступ на крупные и потенциально прибыльные рынки.
• Сильная финансовая тенденция с многолетней историей устойчивого роста доходов.	• Продемонстрированные востребованность рынком и финансовые результаты компании.
• Наличие опытной и знающей отрасль команды управляющих	• Способность выявлять благоприятные возможности и умение поставлять качественную продукцию, приносящую прибыль.
Слабости ——→	**Меры преодоления**
• Ограниченный размер рынка для существующей продукции на нынешних рынках.	• Повышение способности существующей продукции проникать на более широкие рынки посредством доступа через Интернет и добавления новых товаров, нацеленных на все сопряженные сегменты рынка.
• Ограниченное число работников для обеспечения ускоренного роста.	• Новое финансирование позволит нанять дополнительный персонал.
• Ограниченные ресурсы.	• Стратегические маркетинговые программы.

Возможности ⟶	Стратегии использования
• Недавно установленное оборудование для электронной коммерции значительно расширяет рыночную доступность продукции компании. от крупных фирм до значительно большего количества средних компаний.	• Начать маркетинговые и PR–программы, нацеленные на средние компании и их соответствующие рынки.
• Увеличение персонала продаж создаст новые благоприятные возможности на существующих и сопряженных рынках	• Нанять опытный персонал продаж для продвижения на новых и существующих рынках.
• Влияние нового контракта Управления общих услуг (General Services Administration, GSA) еще предстоит оценить в полной мере.	• Содействовать распространению информации о контракте GSA в федеральных органах власти.
• Недавно подписанное соглашение о совместных действиях с _____ обеспечивает доступ к миллионам долларов в новых деловых начинаниях	• Выделить менеджера по развитию бизнеса с этим партнером и выборочно реализовывать имеющиеся возможности.
Угрозы ⟶	**Защитные мероприятия**
• Потеря одного или более ключевых работников.	• Компания приобрела полис страхования жизни в 1 млн долл. на каждого ключевого работника, страховое возмещение по которому выплачивается компании.
• Другая компания может разработать и выпустить конкурирующий продукт	• Выход на рынок первыми с высококачественным, эффективным и имеющим приемлемую цену продуктом создал сильный барьер для входа конкурентов, что должно позволить компании успешно защищать свои рынки.
• Изменения в федеральном законодательстве, касающемся патентных заявок, могут неблагоприятно отразиться на продолжительности времени, в течение которого компания будет пользоваться патентной защитой в отношении своей продукции.	• Компания планирует нанять дополнительных юристов, чтобы более энергично осуществлять патентную защиту в течение более короткого периода, когда он будет установлен.

е. Продажи и маркетинг. Этот раздел должен показывать основную структуру продаж и маркетинга, включая использование различных сбытовых каналов и географическое распределение продаж. Например:

Компания имеет многочисленные каналы сбыта, включая агентов по прямым продажам, совместный маркетинг с производителями программного обеспечения и оптовиков. Оплата сбытовиков в основном состоит из комиссионных, что удерживает постоянные затраты компании на низком уровне. Продажи осуществляются в западной части США, причем в настоящее время планируется распространить их и на северную часть Среднего Запада.

f. *Соглашения о совместных действиях.* Если значительная часть продаж компании является результатом ее соглашений о совместных действиях с другими компании, то их надо упомянуть. Если есть соглашения о совместных действиях, но они не дают существенных результатов, то этот раздел можно опустить.

g. *Распределение.* Если благодаря своей распределительной сети компания получила конкурентное преимущество, то это следует упомянуть. Например:

Компания имеет 1450 розничных точек по всему региону Северной Америки, что превосходит розничную сеть ближайшего конкурента в три раза. Это позволяет компании развозить свою новую продукцию по гораздо более обширной территории, чем это делает любой из ее конкурентов.

h. *Служащие.* Работники являются важнейшим фактором, как положительным, так и отрицательным, в любом бизнесе. Обязательно укажите любые проблемы со служащими, например, высокую текучесть или наличие профсоюза, а также факторы, которые инвесторы могут воспринимать как ключ к успеху, такие как высокая доля служащих с ученой степенью в исследовательском персонале. Например:

На фабрике компании в Мичигане имеется профсоюзная организация. Эта фабрика производит 45% мебельной продукции компании, поэтому остановка или замедление ее работы оказали бы серьезное влияние на доходы компании. Затраты на рабочую силу на этой фабрике примерно на 15% выше, чем в других производственных отделениях компании.

i. *Интеллектуальная собственность.* Если компания имеет значительные инвестиции в исследования и разработки, то ей следует отметить масштабы этих усилий, либо процент выручки, направляемой на эти цели. Если имеются патенты, то их следует упомянуть в общих чертах. Наличие торговых марок и авторских прав, как правило, не заслуживает упоминания. Например:

В отрасли, где затраты на исследования и разработки обычно составляют 2% валовой выручки, вложение компанией 11% валовой выручки в эту деятельность демонстрирует ее приверженность созданию качественно новых продуктов. Эти значительные инвестиции обеспечивают работу проектной группы из двухсот ученых, которые в последние три года получили 140 патентов.

j. *Конкуренция.* Этот раздел внимательно читают многие инвесторы. Обязательно отметьте позиции компании в отрасли по сравнению с позициями ее главных конкурентов, упоминая долю рынка, когда такая информация имеется. Хотя это и умозрительно, но, может быть, полезно спрогнозировать возможные изменения

доли рынка в результате вероятных структурных перемен в отрасли. Например:

В отрасли, где работает компания, доминируют восемь крупнейших нефтегазовых компаний, базирующихся в штатах побережья Мексиканского залива и добывающих около 45% нефти и газа США. Это оставляет рыночную долю в 120 млрд долл., которая равномерно распределена между крупными независимыми бурильщиками и значительно более мелкими «семейными» операторами, которые обычно арендуют участки менее тысячи акров и имеют до десяти скважин Последние улучшения в технологии нефтедобычи повышают вероятность того, что крупнейшие компании вновь придут на небольшие нефтяные месторождения, покинутые ими в прошлом, что может увеличить их совокупную рыночную долю до 55%.

k. *Вопросы регулирования.* Если имеется хоть малейшая вероятность того, что проблемы законодательного регулирования будут оказывать влияние на компанию, тогда их необходимо осветить в меморандуме. Эти вопросы можно также переместить в «рисковый» раздел документа. Например:

Принятый недавно Закон о чистом воздухе требует, чтобы коммунальные электростанции, работающие на угле, установили эффективные газоочистители на свои дымовые трубы. Учитывая временной график, в рамках которого должны осуществляться эти изменения, компания ожидает в ближайшие три года капитальных затрат в 150 млн долл. с целью приведения своих мощностей в соответствие с федеральным законодательством

l. *Производственные помещения.* Инвесторы в целом предполагают, что производственные помещения компании арендованы на умеренный срок и по рыночным ставкам. Если это не так, например, компания владеет зданием, либо платит необычно высокие или низкие ставки аренды, либо имеет особенно долгий срок аренды, то эту информацию следует раскрыть. Например:

Компания арендует 50 000 квадратных футов по ставке 18,50 долл. за квадратный фут по договору аренды, срок которого истекает через 12 лет. Оговорки о ежегодном повышении ставки основаны на индексе потребительских цен.

9. *Руководство.* Этот раздел меморандума будет крайне интересен для инвесторов, поскольку они понимают, что состав и опыт команды менеджеров являются ключевыми факторами успеха компании. Инвесторов также очень заинтересуют уровни оплаты, которые существенно отклоняются от принятых в настоящее время стандартов. Основная раскрываемая информация следующая:

a. *Резюме.* Должно быть краткое резюме каждого ключевого члена команды менеджеров, в котором следует указать его опыт и образование. Примерное резюме выглядит так:

Ричард Б. Смит, Президент и генеральный директор: М-р Смит отвечает за всю деятельность компании. Он получил степень MBA в области финансов в Университете Флориды и степень бакалавра маркетинга в Университете штата Айова. М-р Смит проявил свои способности на ответственных должностях в публичных и частных корпорациях, включая крупные, с оборотом в миллиарды долларов, а также меньшие по размеру компании, характеризующиеся быстрым ростом и устойчивым положением на рынке. Его предыдущий опыт включает президент кооператива фермеров, старший вице-президент страховой компании, президент компании по штамповке пластмассы, вице-президент по финансам консалтинговой компании с многомиллиардным оборотом и директор группы стратегического планирования судоходной компании с многомиллиардным оборотом.

Ожидайте, что инвесторы потратят значительное время на внимательное изучение резюме ключевых членов команды менеджеров. Они будут искать историю успеха в растущих компаниях, а также выискивать признаки прошлых неудач. Осмотрительные инвесторы могут предпринять независимые расследования в отношении менеджеров, чтобы проверить информацию, содержащуюся в меморандуме предложения.

b. Компенсация. Меморандум не должен раскрывать уровни оплаты, но лучше указать все формы компенсации, которую получают ключевые члены команды менеджеров. Для этого можно использовать форму, представленную в табл. 15.2.

Таблица 15.2. **Примерная справка о компенсации руководителей**

Ф.И.О.	Оклад	Премия	Всего
Смит, Ричард (Ген. директор)	$175 000	$50 000	$225 000
До, Джон (Исп. директор)	$125 000	$35 000	$160 000
Элвин, Джеймс (Фин. директор)	$110 000	$25 000	$135 000
Дан, Дэвис (Техн. директор)	$150 000	$40 000	$190 000

c. Трудовые соглашения. Инвесторы хотят знать о наличии каких-либо обременительных обязательств по оплате, вытекающих из трудовых соглашений. Если таковые имеются, их надо раскрыть. Пример раскрытия следующий:

Между компанией и г-ном Смитом заключено трудовое соглашение, по которому ему гарантируется оплата в течение года в случае увольнения по любой причине, а также полностью оплаченная медицинская страховка на срок 18 месяцев.

10. *Льготы.* Инвесторов интересуют главным образом дополнительные компенсационные аспекты предоставляемых служащим льгот, поэтому не заботьтесь о подробном перечислении остальных видов льгот, таких

как медицинская страховка или продолжительность отпуска. Ключевыми статьями являются:

a. Опционы на акции. Инвесторы хотят знать не только о том, много ли имеется действующих опционов, которые потенциально могут уменьшить стоимость их акций, но также и о доле предъявленных опционов (указывающую, как много из них может быть конвертировано в ближайшем будущем) и имена основных держателей опционов. Примерная справка о предоставленных опционах показана в табл. 15.3.

Таблица 15.3. **Примерная справка о держателях опционов**

Держатель опционов	Всего опционов	Предъявленные опционы	Предъявляются через 1 год	Предъявляются через 2 года
Смит, Ричард	525 000	175 000	175 000	175 000
До, Джон	148 000	0	50 000	50 000
Элвин, Джеймс	73 000	0	0	24 000
Дан, Дэвис	50 000	50 000	0	0
Остальные	210 000	129 000	41 000	40 000
Итого	1 006 000	354 000	266 000	289 000

b. Пенсионный план 401(k). Инвесторов интересует не наличие пенсионного плана 401(k) как такового, а скорее, существование схемы вложения существенных средств, которая может привести к значительному сокращению прибыли. Поэтому текст, описывающий план 401(k), может быть следующим:

Компания предлагает пенсионный план 401(k) тем из своих служащих, которые отработали в компании не менее одного года. По прошествии этого времени компания предлагает взнос 6% от любых средств, которые служащие вносят по этому плану, причем с немедленным зачислением. В прошлом году компания внесла в общей сложности 103 000 долл. по этой схеме; исходя из плановых уровней рабочей силы и прошлой истории ставок, компания ожидает, что в следующем году ее параллельные расходы по этому плану составят от 110 000 до 130 000 долл.

c. Бонусный план. Как и в случае с пенсионным планом 401(k), инвесторов больше всего интересует потенциальное влияние премий на прибыль. В меньшей степени их может также интересовать, кто является получателем премий и общие параметры плана. Примерный текст этого раздела следующий:

Компания имеет два бонусных плана. Один для производственного персонала, предусматривающий выплату максимум 10 000 долл. в месяц, исходя из отчетных уровней эффективности и наличия минимального количества дней

без травматизма. В прошлом году выплаты из этого ежемесячного фонда производились в четырех месяцах, что привело к расходам на премии в размере 40 000 долл. Компания ожидает, что в предстоящем году по условиям этого плана будут выплачены аналогичные суммы

Вторым планом премиальных является план материального стимулирования менеджеров, по которому выплачивается максимум 280 000 долл. в конце года, если команда менеджеров выполнит плановые задания по реализации и прибыли, установленные на год. В настоящее время команда менеджеров ожидает, что эта премия будет получена. Распределение будущих премиальных выплат по этому плану следующее.

Ф.И.О.	Премиальные выплаты
Смит, Ричард	$110 000
До, Джон	$60 000
Элвин, Джеймс	$30 000
Дан, Дэвис	$80 000
Итого	$280 000

ВЫБОР МЕТОДА ОЦЕНКИ ДЛЯ МЕМОРАНДУМА ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Меморандум предложения указывает фиксированную цену, по которой акции предлагаются инвесторам, что предполагает, что компания должна выбрать метод своей оценки, прежде чем выпускать меморандум. Существует ряд методов, которые можно использовать в этих целях:

- *Метод сравнения.* Вкратце, это метод «сколько стоят другие?». Финансовый директор определяет стоимость аналогичных компаний и делает допущение, что его компания стоит во столько же раз дороже выручки. Например, если текущая цена акций компании X дает ее общую оценку 200 млн долл. при объеме продаж 40 млн долл., то финансовый директор мог бы применить коэффициент выручки 5 к объему продаж своей компании 3 млн долл., чтобы получить оценку 15 млн долл. Этот метод не работает, когда нет публичных компаний, относительно которых можно делать оценку. Кроме того, если компания имеет небольшие продажи, то должны использоваться сравнения по другим параметрам, таким как клиентская база, количество или стоимость патентов, оценка природных ресурсов или новая продукция. Итоговая оценка для частной компании может также подвергаться некоторому дисконтированию по сравнению с аналогичной оценкой публичной компании на том основании, что ее акции труднее продать. Инвести-

ционные банки накапливают базы данных о ценах, по которым были проданы многие частные компании, и поэтому могут дать хороший совет относительно обоснованной базы сравнения.

- *Метод чистой приведенной стоимости.* Чистая приведенная стоимость рассматривалась в главе 10 «Планирование капиталовложений». Дисконтирование денежных потоков компании является обоснованным методом оценки, но он менее применим в случаях, когда компания еще не имеет значительных денежных потоков. Например, компания, потратившая миллионы долларов на разработку действительно уникального продукта, при использовании этого метода не имела бы цены до того момента, пока она не начала его продавать, даже несмотря на то, что продукт может быть весьма ценным. Кроме того, трудно подобрать точную ставку дисконтирования для расчета денежных потоков частной компании, чья бета может существенно отличаться от беты публичной компании в тои же отрасли. Далее, метод чистой приведенной стоимости предполагает постоянную ставку дисконтирования, что не имеет места в выкупах с высокой долей заемных средств, где быстрое снижение доли долга будет приводить к постепенному повышению стоимости капитала с течением времени. По этим причинам лучше всего провести оценку максимальной и минимальной чистой приведенной стоимости, используя несколько ставок дисконтирования, и затем рассмотреть другие факторы, например, сравнительные показатели, чтобы сузить оценку до более узких рамок.
- *Метод венчурного капитала.* Это быстрый метод «обратного расчета» стоимости. Во-первых, инвестор оценивает стоимость фирмы на момент ликвидации акций венчурного капиталиста. Затем он дисконтирует эту стоимость назад к настоящему времени, используя целевую ставку доходности, которая является высокой (от 40 до 50%). После этого он делит сумму предполагаемых инвестиций на дисконтированную стоимость, чтобы определить свою будущую долю собственности в компании. Затем он вводит в расчет влияние разводнения в результате будущих раундов финансирования: он делит искомую конечную долю собственности на долю собственности после разводнения. Пример показан в табл. 15.4.

  Основным недостатком этого метода является крайне высокая (или произвольная) ставка дисконтирования, которая дает инвестору необычно высокую долю собственности в компании.

Инвестиционные банки обычно рекомендуют слегка заниженную оценку для целей выпуска акций на том основании, что это обеспечивает полную подписку на все предложенные акции. Тот факт, что предложение акций было полностью подписано или (еще лучше) спрос превысил предложение, является полезным маркетинговым инструментом в последующих раундах

Таблица 15.4. **Расчет методом венчурного капитала**

Допущения	Оценка по венчурному капиталу
Чистая прибыль	$6 778 000
Отношение «цена/прибыль»	15
Конечная стоимость	$101 670 000
Ставка дисконтирования	50%
Дисконтированная конечная стоимость	$45 186 667
Сумма предполагаемых инвестиций	$4 500 000
Искомая конечная доля собственности	10,0%
Дополнительные доли собственности в фирме, которые будут проданы в будущих раундах финансирования	10%
Капитализация прибыли	90,5%
Искомая доля собственности в настоящее время	11,0%

капитального финансирования, и поэтому может стоить небольшой потери выручки от размещения, к которой приводит заниженная оценка.

ОБМЕН АКЦИЙ НА РАСХОДЫ

Капитал часто привлекают для того, чтобы покрыть краткосрочные расходы. Это двухступенчатый процесс привлечения капитала от одной стороны и затем использования полученных денег для расчетов с поставщиками. Иногда можно укоротить этот процесс, выпустив акции непосредственно для поставщиков в обмен на их услуги. Хотя это может быть эффективным способом устранения долга, это также посылает поставщикам ясный сигнал о том, что у компании нет денег. Таким образом, этот метод срабатывает, как правило, только однажды — когда поставщики уже отправили свои счета компании — и она отвечает предложением оплатить акциями вместо денег. Если компания попытается заранее уговорить поставщиков взять акции в качестве оплаты, то маловероятно, что она найдет много желающих.

ОБМЕН АКЦИЙ НА ДЕНЬГИ

Необычным методом добывания денег частной компанией является покупка другой компании за акции с намерением закрыть или сократить купленную компанию и изъять ее наличность. Этот метод наиболее распространен, когда компания финансируется за счет венчурного капитала и венчурный капи-

талист хочет провести слияние неудачной компании из своего инвестиционного портфеля с компанией-покупателем.

Главная трудность в подобных случаях заключается в наличии скрытых обязательств на балансе приобретаемой компании, что может сделать поглощение гораздо более дорогим, чем стоимость полученной наличности. Тем не менее это вариант в ограниченном числе ситуаций.

ВАРРАНТЫ НА АКЦИИ

Варрант на акции — это юридический документ, который дает его держателю право купить конкретное количество акций компании по установленной цене и, как правило, в ограниченный период времени, после которого он становится недействительным. Покупная цена акций, указанная в варранте, обычно выше, чем рыночная цена в момент его выпуска.

Варрант на акции можно использовать как одну из форм компенсации вместо денег для оплаты услуг, предоставленных компании другими юридическими лицами. Его можно прикреплять к долговым инструментам, чтобы сделать их более привлекательными инвестициями для покупателей. Например, финансовый директор, заинтересованный в привлечении долга с особенно низкой процентной ставкой, прикрепляет варранты на акции к новому предложению облигаций, чтобы добиться своей цели. Варранты имеют определенную ценность для инвесторов, что побуждает их покупать облигации с более низкой эффективной процентной ставкой, чем это было бы в отсутствие прикрепленных варрантов.

Варрант на акции редко продается компанией сам по себе в расчете на получение взамен значительной суммы денег. Поэтому, он не является хорошим методом прямого привлечения капитального финансирования. Скорее, он используется для снижения стоимости других видов финансирования, либо для сокращения или устранения расходов на отдельных поставщиков.

ПОДПИСКА НА АКЦИИ

Подписка на акции позволяет инвесторам или служащим, заплатив компании установленную сумму через определенное время, получить взамен акции. Для реализации такой договоренности создается дебиторский счет на всю ожидаемую сумму, компенсируемый счетом подписки на обыкновенные акции. Когда деньги получены и акции выпущены, средства списываются с этих счетов и переводятся на стандартные счета обыкновенных акций.

Подписку на акции можно организовать для служащих. В этом случае инвестируемая сумма, как правило, не так велика и не является существенным источником нового капитального финансирования. Когда подписка предлага-

ется инвесторам, она обычно включает их предварительное обязательство перечислить деньги в компанию в рамках нового предложения акций, и поэтому, как правило, осуществляется в течение короткого периода времени, а не в виде небольших дополнительных платежей, растянутых на долгий срок.

ДОЛГОСРОЧНЫЕ КАПИТАЛЬНЫЕ РЕШЕНИЯ ДЛЯ ПРЕОДОЛЕНИЯ КРИЗИСОВ

Метод «Долгосрочные капитальные решения для преодоления кризисов» (Committed Long-Term Capital Solutions, CLOCS), по существу, дает компании доступ к деньгам с заранее установленной процентной ставкой в том случае, если происходит неблагоприятное событие, в которой компания, вероятно, столкнется с дополнительными трудностями при привлечении капитала традиционными методами, например, вследствие сокращения валового внутреннего продукта страны. При использовании этого метода компании не нужно поддерживать значительную базу собственного капитала в качестве резерва на случай сложных экономических условий в будущем, поскольку вместо этого она может активизировать кредитную линию. Сделка CLOCS — это не одна из форм капитала, а скорее, средство избежать необходимости в нем в сложных экономических обстоятельствах. Кроме того, поскольку это условная форма долга, то это внебалансовая договоренность до тех пор, пока долг не взят из имеющегося лимита.

Вариантом идеи CLOCS является уплата страховой компании периодической премии в обмен на право, по которому страховая компания должна купить привилегированные акции компании какого-то вида во время будущего периода экономических трудностей, как это определено в заранее установленном наборе условий активации. Страховая компания получает акции с привилегированным режимом (как правило, это касается дивиденда и прав старшинства при ликвидации), а компания получает гарантированный доступ к капиталу в случае значительного ухудшения бизнеса, т. е. именно тогда, когда привлечение капитального финансирования было бы особенно затруднительно.

Эти инновационные методы подгоняются под нужды конкретных компаний. Однако, учитывая усилия, необходимые для структурирования этих сделок, они, как правило, доступны фирмам с объемом реализации более 1 млрд долларов.

ОБРАТНЫЙ ВЫКУП АКЦИЙ

Эта глава посвящена привлечению капитального финансирования. Однако иногда цена акций компании падает так низко, что становится выгодно делать обратное и выкупать акции назад. Таким путем компания может, не затраги-

вая свою отчетную прибыль, сократить число акций в обращении, что повышает прибыль на акцию. После этого можно ожидать роста цены остальных выпущенных акций.

К сожалению, эта логика не всегда срабатывает. Базовая идея обратного выкупа акций состоит в том, что повышение прибыли на акцию должно увеличить стоимость компании и, следовательно, цену всех выпущенных акций. Однако, чтобы выкупить выпущенные акции, компания должна потратить деньги, поэтому в результате этой операции денежный поток уменьшается, а сокращение денежного потока уменьшает стоимость компании. Кроме того, объявление об обратном выкупе акций сигнализирует инвесторам о том, что будущие перспективы компании тусклые. Также вызывает особую озабоченность, когда в рамках общей программы обратного выкупа акций менеджеры компании продают и свои акции, это отчетливо предупреждает инвесторов о том, что команда управляющих сомневается в хоть в каком-либо росте цены акций. Таким образом, хорошим методом поддержания цены всех акций, остающихся в обращении после выкупа, является информирование рынка о том, что команда управляющих не разрешает компании выкупать *любые* из их акций.

Ситуацией, в которой можно ожидать роста прибыли в результате обратного выкупа, является привлечение долга и использование полученных средств для выкупа акций. Таким путем руководство компании обменивает дорогостоящие капитальные доли на менее дорогой долг, и при этом получает налоговый вычет, связанный с процентными расходами. Однако этот метод следует использовать только тогда, когда имеется достаточно определенный будущий денежный поток для поддержки дополнительного долгового бремени.

Если руководство решает произвести обратный выкуп акций, оно может воспользоваться для этого тремя способами:

1. *Купить акции через тендерное предложение.* Компания устанавливает фиксированную цену, как правило, выше текущей рыночной цены, по которой она желает выкупить акции в течение установленного периода времени, обычно в течение месяца.
2. *Купить акции на открытом рынке.* Компания может выкупить акции на открытом рынке, но, согласно правилам Комиссии по ценным бумагам, дневной объем таких покупок ограничен одной четвертью среднедневного объема, проторгованного в последние четыре недели на скользящей основе. Таким образом, может потребоваться очень длительное время, чтобы произвести крупный обратный выкуп акций.
3. *Купить акции посредством аукциона.* Согласно этому методу, акционеры могут послать информацию о ценах, по которым они будут продавать свои акции компании, и количестве акций, которое они продадут

по этим ценам. После этого компания отбирает акции, предложенные по самым низким ценам, до тех пор, пока она не купит достаточно акций, чтобы достичь своей цели. Этот метод более подробно описан в главе 16 «Первоначальное публичное предложение».

Аукционный метод является наиболее эффективным, с точки зрения затрат, способом выкупить обратно крупное количество акций, поскольку уплаченные цены, как правило, ниже тех, которые компания имела бы при тендерном предложении. Покупка на открытом рынке является наиболее эффективной при небольших объемах выкупа.

ВЫВОДЫ

В этой главе рассмотрен основной способ привлечения капитального финансирования, каковым является частное размещение с использованием меморандума предложения. Этот вариант доступен для значительно большего числа компаний, чем публичное размещение, требующее прохождения трудного процесса первоначального публичного предложения, который описан в следующей главе.

ГЛАВА 16

ПЕРВОНАЧАЛЬНОЕ ПУБЛИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Первоначальное публичное предложение (initial public offering, IPO) считается многими владельцами компаний подлинным свидетельством успеха. Они подняли свой бизнес до такого уровня, где объем выручки и прибыльность достаточно велики, чтобы оправдать публичное владение. Однако дорога к IPO является дорогостоящей и долгой и предполагает значительные изменения в компании. Эта глава показывает плюсы и минусы превращения в публичную компанию, а также необходимые шаги и затраты, которые придется сделать, чтобы достичь этой цели.

ПРИЧИНЫ ПРЕВРАЩЕНИЯ В ПУБЛИЧНУЮ КОМПАНИЮ

Хотя команда менеджеров может и не говорить об этом, но важным стимулом к превращению в публичную компанию, несомненно, является создание рынка для тех акций, которыми они уже владеют. Хотя эти акции могут не подлежать продаже в течение какого-то времени после IPO (см. параграф «Ограничения в отношении акций публично торгуемой компании»), но, в конечном счете, менеджеры смогут обналичить свои акции и опционы, получив значительные прибыли. Эта причина не раскрывается, поскольку публика станет менее склонна к инвестированию, если будет считать, что команда менеджеров, обналичив свои акции, затем уйдет из компании.

Небольшой вариацией на тему создания богатства является то, что, получив широкий публичный рынок для своих акций, первоначальные акционеры, вероятно, увидят рост стоимости своих акций, даже если у них нет намерения продавать их. Причина в том, что больше нет штрафа за отсутствие готового рынка для акций, что повышает стоимость акции, если бы компания оставалась в частных руках.

Ту же логику можно использовать и в качестве инструмента снижения текучести кадров. Частная компания может выпустить опционы для своих

служащих, но они не имеют большой ценности для работников, если нет рынка, на котором те могут продать акции. Превращаясь в публичную, компания может столкнуться со снижением текучести кадров, поскольку служащие захотят подождать, пока не подойдут сроки исполнения их опционов, чтобы иметь возможность в последующем прибыльно продать полученные акции.

Превращение в публичную компанию полезно также и с точки зрения планирования передачи по наследству. Если владелец частной компании умирает, то его или ее наследники нередко вынуждены продавать весь бизнес для того, чтобы уплатить налоги на наследуемое имущество. Хотя при надлежащем планировании вместо этого можно использовать выплаты по страхованию жизни. Сделав компанию публичной, наследники вынуждены продать только часть компании для уплаты налогов на наследуемое имущество, что оставляет им, по крайней мере, некоторую часть бизнеса свободной от завещательных отказов.

С производственной точки зрения, превращение компании в публичную предоставляет ей большой поднос с деньгами, которые она может использовать для повышения своей конкурентоспособности путем наращивания активов, улучшения маркетинга, приглашения квалифицированных работников, финансирования разработки новой продукции и т. п. Это может быть таким конкурентным преимуществом, что другие компании в том же сегменте рынка также могут быть вынуждены превратиться в публичные просто для того, чтобы привлечь достаточно средств, чтобы выжить после появления их заново профинансированного конкурента.

Продолжая эту тему, отметим, что наличие публичного владения акциями позволяет компании активнее включать свои акции в покупную цену при поглощении. Поглощаемая компания гораздо охотнее соглашается на эту форму компенсации, поскольку она может продать акции покупателя за наличные другим инвесторам. Это мощный инструмент для некоторых компаний, использующих его в качестве главного метода консолидации группы небольших частных компаний, работающих в одной отрасли.

С финансовой точки зрения, превращение компании в публичную снижает стоимость капитала компании. Основная причина в том, что инвесторы готовы платить более высокую цену за акции компании, поскольку они могут легко продать их. Эта премия может понизить стоимость капитала на несколько процентов. Кроме того, выпуск акций для публики сокращает власть, которую частные инвесторы могли прежде иметь над компанией. Это могло включать ограничения на операции, гарантированную выплату дивидендов или их предварительное согласие на возможную продажу бизнеса. К тому же, будучи публичной, можно намного быстрее и дешевле привлекать средства путем последующих раундов финансирования.

Другой финансовый стимул к превращению в публичную компанию состоит в том, что новый капитал резко уменьшает отношение долга к собственному капиталу, которое зафиксировано в балансе компании, на что очень

благосклонно смотрят кредиторы. Имея новый капитал, компания может затем попросить кредиторов о более крупном кредите, который они, вероятно, будут предоставлять до тех пор, пока его общая сумма не приведет к значительно более высокому отношению долга к собственному капиталу.

Таким образом, имеются превосходные денежные, производственные и финансовые причины, провести первоначальное публичное предложение. Однако существует столь же много причин не делать этого, и они перечислены в следующем параграфе

ПОЧЕМУ НЕ СТОИТ ПРЕВРАЩАТЬСЯ В ПУБЛИЧНУЮ КОМПАНИЮ

Одной из главных причин, почему не стоит делать компанию публичной, являются затраты. Эти затраты подробно расписаны в следующем параграфе, а о биржевых сборах можно узнать далее в параграфе «Торговля на бирже». Короче говоря, небольшая компания будет поистине удачливой, если ей удастся заплатить менее 0,5 млн долл. в качестве авансовых гонораров за первоначальное публичное предложение. Крупная компания может ожидать, что ей придется заплатить во много раз больше этого базового уровня. Кроме того, компания, проводящая небольшое размещение, обнаружит, что пропорция затрат в привлечении капитального финансирования является крайне высокой, поскольку андеррайтер попросит более высокий гонорар в виде процентной доли от привлеченной суммы, чтобы покрыть свои издержки и еще заработать прибыль на этой сделке.

Помимо первоначальных затрат на превращение в публичную компанию, будет наблюдаться и рост текущих расходов. Совершенно очевидно, что придется нанять дополнительных сотрудников в бухгалтерию, которые должны будут своевременно готовить и отправлять все отчеты, требуемые Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC). Кроме того, стоимость страховки «директора и служащие» (directors and officers, D&O) взметнется ввысь по сравнению с той, которая выплачивалась, когда компания была частной, причем неизвестно, удастся ли вообще получить такую страховку. Причина этого роста в том, что значительно расширился список инвесторов, которые могут попытаться судиться с компанией на основании ущерба в результате неправильных утверждений в публичных объявлениях (например, в регистрационном заявлении на проведение IPO) в случае, когда цена акций падает. Можно обоснованно ожидать, что стоимость этой страховки вырастет, по меньшей мере, в десять раз.

Другая проблема состоит в том, что небольшая компания со скромной рыночной капитализацией будет испытывать трудности с созданием рынка для своих акций. Если он слишком мал, то институциональные инвесторы (которые любят покупать и продавать крупные пакеты акций) будут проявлять

минимальный интерес к инвестированию. Из-за маленького рынка акции компании с большей вероятностью станут объектом манипулирования со стороны небольшой группы инвесторов, которые могут «зашортить» их акции с целью понижения котировок и затем купить крупные пакеты акций по низкой цене, чтобы получить определенную степень контроля над компанией.

Утрата контроля возможна, если только владелец не удерживает крупную долю акций компании или не был выпущен отдельный класс суперголосующих акций, дающий владельцам дополнительные голоса на собрании акционеров. В противном случае, внешние инвесторы могут либо докупать акции с целью создания крупных голосующих пакетов, либо объединять их для достижения того же результата.

Еще одной проблемой является раскрытие информации. Помимо расходов на дополнительных бухгалтеров для сбора и подготовки этой информации, существует проблема раскрытия информации конкурентам компании, которым нужно всего лишь выйти на сайт SEC в Интернете, чтобы получить доступ ко всем получаемым ей отчетам компании. Хотя многие ученые мужи утверждают, что раскрываемые виды информации не будут наносить вреда конкурентным позициям публичной компании, по ее финансовым отчетам конкуренты могут сказать, когда она ставит себя в трудное положение, взяв слишком много долгов, и в такой момент легко могут начать ценовую войну, которая приведет к тому, что компания пропустит долговые платежи и вследствие этого может оказаться банкротом.

Серьезной причиной для беспокойства является риск коллективных судебных исков со стороны инвесторов. Они подаются, когда цена акций падает и акционеры утверждают, что это явилось результатом существенных неправильных утверждений в регистрационном заявлении или каком-либо другом информационном сообщении впоследствии. Эти судебные иски становятся причиной значительного удорожания страховки «директора и служащие». Они будут подаваться против компании в целом, корпоративных директоров, подписавших регистрационное заявление, любых экспертов, выступавших с заявлениями от имени компании, и ее андеррайтеров. Угроза судебных исков является одной из главных причин того, что цены первоначального публичного предложения нередко устанавливают несколько заниженными, так как меньше вероятность снижения цены и появления у инвесторов основания для судебного иска.

Другой проблемой является постоянное давление со стороны инвесторов и аналитиков, требующих показывать улучшающиеся результаты каждый квартал. Когда компания была частной, она легко могла пережить с низкой прибылью год или около того, пока активно разрабатывала новые продукты или рынки, но превращение в публичную делает этот абсолютно практичный подход к развитию бизнеса более трудным для реализации. Инвесторы могут попытаться сбросить команду менеджеров, утвердив другой совет директоров, если они считают, что темпы роста ниже их ожиданий. Эту проблему можно

решить только путем постоянного информирования инвестирующей публики о намерениях руководства в отношении роста компании, чтобы склонить инвесторов к более долгосрочному подходу.

Наконец, команда менеджеров должна понимать, что теперь она существует не для того, чтобы обслуживать себя, но чтобы служить инвестирующей публике. Этот крупный сдвиг в ориентирах требует устранения необычно щедрых компенсационных пакетов для менеджеров, а также выдвижение в качестве приоритетных задач по повышению богатства акционеров, хотя другие цели могли быть в компании более популярными до ее превращения в публичную. Руководство может чувствовать дискомфорт от таких изменений в парадигме, что ведет к неудовлетворенности инвесторов, ощущающих отсутствие внимания к своим нуждам со стороны руководства.

Существует так много негативных факторов превращения в публичную компанию, что руководство многих очень хороших частных компаний предпочло остаться в стороне от публичных рынков. Кроме того, многие компании, которые стали публичными, обнаружили, что эти проблемы настолько обременительны, что они решили опять стать частными.

СТОИМОСТЬ ПЕРВОНАЧАЛЬНОГО ПУБЛИЧНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Даже небольшая компания должна быть готова заплатить минимум 0,5 млн долл. за проведение первоначального публичного предложения. Эти затраты состоят из ряда гонораров и сборов. Гонорары бухгалтерским и юридическим фирмам поглотят большую часть денег. Будьте готовы заплатить, по крайней мере, 250 000 долл. в качестве гонораров юристам. Гонорары аудиторов будут варьироваться в зависимости от размера и сложности компании, но, несомненно, предполагайте заплатить сумму, по крайней мере, втрое больше стоимости обычного аудита. Эта цифра увеличится, если у компании слабая система внутреннего контроля, что потребует проведения аудиторами более широких аудиторских проверок. Далее, затраты на печатание проспекта превысят 100 000 долл. для всех, кроме разве что самых тривиальных документов, причем эта сумма вырастет еще больше, если перед печатанием потребуется большое количество исправлений в регистрационном заявлении. Кроме того, сборы за подачу заявлений и форм в ряд правительственных и регулирующих органов, вероятно, потребуют еще минимум 25 000 долл.

Помимо этих гонораров экспертам, андеррайтер потребует значительного платежа, рассчитанного как доля от привлеченного капитала. Обычный гонорар находится в диапазоне 6–7%, если предложение превышает 20 млн долл., и процентная доля плавно повышается порой до 15% всего предложения, если оно очень маленькое (от 1 до 3 млн долл.). Эти затраты можно

уменьшить, если компания соглашается на маркетинг на основе «наилучших усилий» со стороны андеррайтера, когда он не гарантирует полной продажи всех предложенных акций В этом случае процент гонорара снизится на 2–3%.

Еще более ухудшает ситуацию то, что, за исключением гонорара андеррайтера, большинство этих затрат делается до продажи каких-либо акций, поэтому компания понесет полные расходы на первоначальное публичное предложение, даже если оно никогда не будет завершено Если компания выходит из процесса первоначального публичного предложения, то она обязана выплатить гонорары, заработанные до этого момента андеррайтером, хотя этого обычно не требуют, когда выходит андеррайтер. Далее, если первоначальное публичное предложение просто откладывается, многие из расходов придется делать снова, поскольку базовая производственная и финансовая информация, на основе которой рассматривалось исходное предложение, изменится и должна быть заново проанализирована юристами и аудиторами

ПОДГОТОВКА ПЕРВОНАЧАЛЬНОГО ПУБЛИЧНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Подготовка к первоначальному публичному предложению начинается за годы до его фактического проведения, потому что компания должна «подчиститься» перед тем, как представлять себя инвестирующей публике в виде качественной инвестиции. Шаги по «уборке дома» следующие:

- *Повышение компетентности команды менеджеров.* Самым важным фактором корпоративной ценности является качество команды менеджеров. Владельцы должны провести аттестацию каждой управленческой должности и заменить любого, кто не является командным игроком, не повышает эффективность в своем подразделении и не имеет четкого стратегического видения. Привлечение менеджера, который хорошо известен в стране, может иметь поразительное позитивное влияние на оценку компании в целом. Ключевым моментом является то, что команда менеджеров это не «театр одного актера». Инвесторам нужно видеть компетентную, сплоченную команду, которая может быстро подхватить бизнес в случае, если один из ключевых менеджеров умрет или оставит компанию.
- *Создание системы материального поощрения, тесно увязанной со стратегией.* С помощью эксперта по оплате труда разработайте систему материального поощрения не только для команды менеджеров, призывающих к концентрации усилий на тех областях бизнеса, положение которых необходимо улучшить до первоначального публичного предложения, но и для всего персонала. Ключевым стимулом могут стать

опционы на акции, которые можно выпустить за несколько лет до первоначального публичного предложения, когда стоимость компании существенно ниже, что обеспечит их владельцам значительные прибыли после того, как компания превратится в публичную. Для этого следует задолго до первоначального публичного предложения выделить крупный блок акций для исполнения опционов, чтобы избежать ситуации, когда за это придется голосовать новым акционерам.

Аудит финансовых отчетов Уважаемая аудиторская фирма, предпочтительно, национального масштаба, должна провести аудит финансовых отчетов за три года до первоначального публичного предложения. Обзор или выборочная проверка неприемлемы, так как эти менее дорогостоящие и менее тщательные формы аудита будут отклонены андеррайтером и SEC при подаче заявления о регистрации.

Привлечение ведущей юридической фирмы по ценным бумагам. Хотя задолго до первоначального публичного предложения нужда в юридической фирме может казаться весьма незначительной, полезно, чтобы такая фирма проанализировала юридическую структуру бизнеса и рекомендовала изменения, которые надлежащим образом будут позиционировать компанию для первоначального публичного предложения. Потребность в этой фирме резко возрастет в период подачи заявки на первоначальное публичное предложение, когда юристы будут проверять проспект и регистрационное заявление компании, чтобы обеспечить их полное соответствие правилам SEC Юристы будут также направлять всю переписку с SEC относительно как первоначальной регистрации, так и представления документов после первоначального публичного предложения.

Отделение личных сделок. Владельцы частного бизнеса обычно смешивают свои личные дела с делами компании в значительных масштабах. Это может включать содержание за счет компании личной прислуги, гарантирование компанией личных займов, денежные ссуды компании другим фирмам владельца и предоставление владельцу непомерной компенсации. Прекращение такой практики может оказаться весьма трудным для владельца, чей общий доход в результате может упасть весьма существенно.

Демонстрация годовых темпов роста 25%. Потенциальные инвесторы хотят вкладывать деньги в компании с историей сильного роста, предпочтительно, по крайней мере, на 25% в каждый из последних нескольких лет. Чтобы создать компанию, отвечающую этим ожиданиям, ее владелец должен закрыть или продать те части бизнеса, которые не имеют достаточных перспектив для роста в ближайшем будущем, либо (что хуже) те направления, которые не только не растут, но и требуют значительных вливаний денежных средств, которые было бы лучше вложить в сегменты бизнеса с высокими темпами роста.

- *Демонстрация, по крайней мере, безубыточной рентабельности.* Инвесторы понимают, что для взрывного роста продаж нужны дополнительные затраты, поэтому они не ожидают непомерных уровней прибыли в дополнение к высоким темпам роста продаж. Однако в отчетах о прибылях и убытках за последние несколько лет не должно появляться убытков, поскольку это предполагало бы неспособность менеджеров контролировать расходы, что ставит под вопрос жизнеспособность всей модели ведения бизнеса. Это может также потребовать переключения бизнеса со стратегий сокращения налогов, которых он мог придерживаться в качестве частной компании, на обеспечение того, чтобы финансовые отчеты демонстрировали определенную степень прибыльности. Другой альтернативой обеспечению определенной прибыльности является более жесткая концентрация на контроле расходов, возможно, путем использования сравнительных показателей или передовых методов бухучета, рекомендуемых консультантами.
- *Заполнение всех звеньев в создании продукта.* Инвесторы хотят видеть компанию, которая имеет четкое отличие от конкурентов на рынке. Это можно сделать посредством заблаговременного финансирования исследований и разработок продукции, порождающих поток новых изделий. Поскольку создание новых продуктов требует времени, инвестиции в эту деятельность следует начинать задолго до первоначального публичного предложения. Особенно важно не выглядеть «одноразовым чудом» с единственным выигрышным товаром. Таким образом, необходимо создание процесса, который надежно генерирует поток новых продуктов.
- *Накопление критической массы.* Для того чтобы привлечь внимание институциональных инвесторов, компания должна иметь рыночную капитализацию, по крайней мере, 100 млн долл. На этом уровне их участие создаст активный рынок для акций компании, что может способствовать росту котировок. Чтобы достичь этого уровня капитализации, компании требуется существенный объем выручки. Хотя примерно четверть всех публичных компаний довольствуется выручкой менее 10 млн долл, нужен гораздо более высокий уровень, чтобы достичь критически важной капитализации 100 млн долл. Для того чтобы сделать это, руководству компании, возможно, придется сконцентрироваться на проведении поглощений в годы, ведущие к первоначальному публичному предложению, с целью создания достаточной критической массы для него.
- *Расширение сегментов с высокими темпами роста.* Инвесторы хотят видеть высокие темпы роста в областях, где другие публичные компании были вознаграждены высокими коэффициентами «цена/прибыль» (P/E). Для этого команде менеджеров следует быть в курсе коэффициентов P/E всех компаний в своем сегменте рынка и направлять

средства в те сферы бизнеса, которые вознаградят компанию высоким коэффициентом P/E, когда она станет публичной. Этот процесс распределения капиталовложений является трудным, поскольку рынок может повышать или понижать коэффициенты P/E в очень короткие сроки в зависимости от его восприятия того, насколько «горячим» может быть рыночный сегмент.

- *Подбор независимого совета директоров.* Инвесторы хотят, чтобы большинство членов совета директоров были независимыми от команды менеджеров, чтобы ставить интересы инвесторов выше интересов команды менеджеров. Хотя эта группа может быть отобрана непосредственно перед первоначальным публичным предложением, лучше сделать это, по крайней мере, за год до него, чтобы дать время освоиться в своих ролях и вникнуть в деятельность компании.
- *Защита богатства владельца.* Владелец компании, которая только что стала публичной и который продал некоторую часть своих акций публике, должен быть готов к тому, что ему придется заплатить крупную сумму налогов. Чтобы уменьшить это налоговое бремя, владелец может потратить несколько предшествующих лет на дарение акций компании наследникам, что можно делать на безналоговой основе пакетами 10 000 долл. в год на каждого получателя (или 20 000 долл., если владелец женат). Кроме того, если имеются потенциальные убытки капитала по каким-либо инвестициям, это год, когда их следует зафиксировать, чтобы вычесть из выручки от первоначального публичного предложения.

Главная задача этого параграфа — убедить финансового директора в необходимости заблаговременного планирования первоначального публичного предложения, желательно минимум за три года до его проведения. Только имея столь долгосрочный подход к превращению в публичную, компания может надлежащим образом позиционировать себя, чтобы достичь максимальной ценности для своих акционеров, минимизируя при этом налоговые последствия для своих первоначальных владельцев.

ПОИСК АНДЕРРАЙТЕРА

Процесс превращения в публичную компанию начинается с поиска опытного андеррайтера, который сможет провести компанию через лабиринт шагов, необходимых для превращения ее в публичную. Андеррайтер — это юридическое лицо, которое продает акции компании либо непосредственно институциональным инвесторам, либо институциональным покупателям, таким как менеджеры взаимных фондов. Крупнейшие андеррайтеры действуют в международном масштабе, в то время как другие имеют региональный фокус или концентрируют свое внимание только на конкретных рыночных нишах,

где они накопили значительный опыт. Крупный андеррайтер может иметь широкую розничную сеть брокерских операций, а также потенциал значительных институциональных продаж, хотя некоторые из этих андеррайтеров предпочитают больше концентрироваться на каком-то одном из этих двух каналов продаж.

Лучше использовать андеррайтеров с солидной репутацией, несмотря на их более высокую стоимость, поскольку инвесторы обычно больше им доверяют, результатом такого выбора может стать более высокая цена акций. Напротив, использование андеррайтера с плохой репутацией (например, для раскрутки цены акции, которые затем рухнут), скорее всего, окончится расстроенными инвесторами, их потенциальными судебными исками и слабо торгуемыми акциями Важно также использовать андеррайтера с сильной аналитической группой и стремлением использовать этот ресурс для распространения информации о компании и ее отрасли среди инвесторов. Хороший способ определить, кто имеет лучших аналитиков отрасли, это распросить инвесторов и брокерские дома о том, чьи доклады являются, по их мнению, наиболее полными и точными.

Андеррайтеры имеют тенденцию продавать акции институциональным инвесторам, потому что это очень опытные инвесторы, покупающие в крупных объемах, что облегчает продажные хлопоты андеррайтеров. Это может стать проблемой, когда публике продается большой процент акций компании, поскольку гораздо вероятнее, что институциональные инвесторы или установят контроль над компанией, или, по крайней мере, приобретут огромный пакет голосующих акций, который можно использовать для влияния на ориентацию компании.

Если первоначальное публичное предложение является небольшим, андеррайтер может справиться сам со всем выпуском. Однако, если публике необходимо продать значительный объем акций, то он, как правило, возглавляет группу андеррайтеров в качестве ведущего андеррайтера. Он организует такой синдикат не только для того, чтобы распределить свой собственный риск по сделке, но и чтобы организовать продажу акций широкому спектру инвестирующей публики, что очень важно для создания сильного рынка для акций данной компании.

Крупная компания с хорошей историей привлечет внимание нескольких андеррайтеров, жаждущих превратить ее в публичную. Выбирая из этой группы, следует искать фирму с хорошей репутацией успешного вывода новых предложении на рынок, что можно легко выявить, просмотрев деловую прессу за последние несколько лет. Другим ключевым фактором следует считать ее дистрибьюторские возможности, поскольку компания захочет иметь широкий спектр инвесторов, а не небольшое число мощных институциональных инвесторов. Андеррайтер должен также быть в состоянии приложить все силы для создания сильного вторичного рынка для акций компании, что можно проверить, позвонив финансовым директорам других компаний, ко-

торые он уже сделал публичными, будучи ведущим андеррайтером. Эти справочные звонки должны включать вопросы об уровне предоставленного обслуживания, уровне опытности андеррайтера, широте размещения акций среди инвесторов и последующем содействии посредством аналитических докладов. Если у андеррайтера уже есть аналитик по отрасли, в которой работает компания, это является сильным указанием на заинтересованность андеррайтера в создании вторичного рынка. Далее, следует спросить, планирует ли аналитик выпускать регулярные исследовательские доклады о компании для клиентов андеррайтера. Особое внимание следует уделить истории вывода компаний на рынок данным андеррайтером в качестве ведущего андеррайтера, а не одного из участников большого синдиката. Если данный андеррайтер был в основном членом синдиката, то это явное указание на то, что у него нет опыта управления процессом первоначального публичного предложения.

К сожалению, многие компании слишком малы, чтобы вызвать сильный порыв андеррайтерского интереса. Вместо этого, им приходится упорно работать, чтобы привлечь внимание хотя бы одного-двух. Для этого владельцу следует уже выполнить все долгосрочные задачи, отмеченные в предыдущем параграфе. Кроме того, команде менеджеров следует разработать детальный бизнес-план, увязанный с прошлыми результатами компании и в то же время точно показывающий, как она планирует использовать деньги, полученные от предложения акций, чтобы обеспечить будущий рост и прибыльность. Совершенно очевидно, что план не должен описывать какие-либо намерения менеджеров в отношении продажи своих акций, поскольку это говорит андеррайтеру, что они хотят уйти с деньгами, потенциально оставляя инвесторов без помощи. Этот документ должен включать детальные характеристики всех ключевых членов команды менеджеров, поскольку андеррайтеры очень хорошо знают о важности сильной команды. Далее, план должен перечислять все области рисков, и как компания планирует хеджировать эти риски в ходе реализации своих планов роста. Но, прежде всего, план должен представить убедительную историю, которая привлечет квалифицированного андеррайтера.

Если андеррайтер достаточно заинтересован в компании, он проведет исчерпывающую проверку «дью дилидженс», чтобы убедиться в том, что информация, которую компания сообщает о себе, является правдой. Проверка, вероятно, будет включать интервью по всей компании, детальный анализ всех операций, туры по компании и звонки поставщикам и клиентам компании. В частности, андеррайтер детально изучит послужной список каждого ключевого менеджера, чтобы убедиться в том, что представленные ими резюме являются точными. Андеррайтер должен провести этот детальный анализ, чтобы защитить себя на случай появления проблем после первоначального публичного предложения, которые ему следовало увидеть заблаговременно. Если имеется хотя бы намек на то, что компания пытается ввести

андеррайтера в заблуждение по существенным вопросам, то андеррайтер уйдет. Поэтому обязательно проверьте всю информацию в бизнес-плане, прежде чем передавать его андеррайтеру.

Если андеррайтер остается заинтересованным в компании после проверки «дью дилидженс», он подпишет с компанией письмо о намерениях. Это письмо касается следующих вопросов:

- *Тип соглашения.* В письме указывается, будет ли договоренность с андеррайтером сделкой «с твердыми обязательствами» (firm commitment) или сделкой на основе «наилучших усилий» (best efforts). Принцип «твердых обязательств» используется самыми крупными андеррайтерами и требует от них покупки фиксированного количества акций у компании по фиксированной цене, которая имеет скидку по сравнению с ценой, по которой они будут затем продавать акции инвесторам. Это предпочтительный метод, поскольку компании будет гарантирована фиксированная сумма денег. Альтернативой является сделка на основе «наилучших усилий», когда андеррайтер просто пытается продать как можно больше акций и получает комиссию за проданные акции. Этот вариант не гарантирует компании каких-либо денег, но тем не менее требует, чтобы она соответствовала различным критериям, установленным для публичной компании, поэтому он гораздо менее привлекателен. Сделка на основе «наилучших усилий» чаще всего применяется, когда проспект компании считается достаточно рискованным, причем настолько, что андеррайтер опасается выкупать все предложения акций и брать на себя риск того, что не сможет перепродать их.
- *Расходы.* Андеррайтер укажет расходы, которые, как он ожидает, должна будет покрыть компания. Крупнейшей частью затрат будет процент от предложения акций. Подробнее об этом см. в параграфе «Стоимость первоначального публичного предложения», представленном ранее. Это хорошее время для финансового директора, чтобы рассмотреть возможность выпуска варрантов для андеррайтера в обмен на более низкую ставку комиссионных. Другой значительной статьей расходов, указанной в письме, будут гонорары юридической фирмы, привлеченной андеррайтером в качестве юридического советника для анализа законов о ценных бумагах штатов, чтобы увидеть, в какой степени они затрагивают данное предложение. Финансовому директору следует настаивать на установлении предельной суммы этих расходов, которые могут быть значительными. Андеррайтер может также попросить компанию компенсировать все расходы, понесенные и оплаченные андеррайтером, если компания выходит из первоначального публичного предложения. В таком случае не забудьте установить в соглашении максимальную сумму таких расходов. Не должно быть положения о возмещении расходов, если сторона, выходящей из предложения, является андеррайтер.

- *Опцион на дополнительные акции (overallotment option).* Этот опцион является для андеррайтера еще одним способом получения прибыли от потенциально привлекательного предложения акций. Он позволяет андеррайтеру купить дополнительные акции у компании, в пределах установленного максимального количества, в течение короткого периода времени после даты первоначального публичного предложения. Если андеррайтер чувствует, что он может продать дополнительные акции по высокой цене, он купит добавочные акции у компании, продаст их инвесторам и положит в карман разницу. Опцион на дополнительные акции обычно приемлем для менеджеров компаний, если только продажа дополнительных акций потенциально не влияет на их контроль над компанией.
- *Предполагаемая цена акций.* Соглашение будет указывать цену, по которой андеррайтер рассчитывает продать акции компании, хотя это сугубо предварительная цифра, которая может существенно измениться в зависимости от колебаний рынка и отношения институциональных инвесторов к предполагаемой цене в ходе последующего «роуд шоу».

В период между началом работы компании с андеррайтером и 25 днями после начала торговли ее акциями, компания находится в так называемом спокойном периоде, когда она не должна делать каких-либо маркетинговых заявлений или выпускать материалы, которые могут быть восприняты как попытка рекламы акций. Например, не должны выпускаться какие-либо оценки ожидаемых результатов работы компании. Чтобы исключить любую вероятность нарушения требований Комиссии по ценным бумагам (SEC) о спокойном периоде, любые объявления компании перед выпуском должны проверяться ее юридическим советником.

После того как письмо о намерениях подписано обеими сторонами, они совместно переходят к процессу регистрации первоначального публичного предложения, который описан в следующем параграфе.

РЕГИСТРАЦИЯ И ИСПОЛНЕНИЕ ПЕРВОНАЧАЛЬНОГО ПУБЛИЧНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Регистрация и исполнение первоначального публичного предложения обычно занимают три-четыре месяца. Основными шагами в этом процессе являются проверка «дью дилидженс» в отношении операций и финансов компании, за которой следует подготовка регистрационного заявления, содержание которого затем исправляется в соответствии с замечаниями SEC. За этим идет «роуд шоу», окончательное установление цены акций, представление окончательного проспекта в SEC и затем исполнение сделки андеррайтером. Следу-

ющий материал описывает сделку «с твердыми обязательствами» андеррайтера. Сделка на основе «наилучших усилий» отличается главным образом продолжительностью времени, необходимого для получения денег от андеррайтера, на что могут потребоваться дополнительные два-три месяца после даты регистрации.

Проверка «дью дилидженс» проводится андеррайтером и представляет собой значительно расширенную версию аналогичной проверки, которую он проводил, когда первоначально знакомился с компанией. В данном случае он потребует, чтобы внешние аудиторы прочесали финансовые отчеты компании на значительно более детальном уровне, чем при обычном аудите, и после этого выпустили для андеррайтера письмо-подтверждение («comfort letter»), указав в нем дополнительные процедуры, которые были проведены по просьбе андеррайтера. Эти процедуры обычно касаются неаудированной финансовой информации, включенной в регистрационное заявление. Аудиторы посылают письмо-подтверждение андеррайтеру после того, как было подано первоначальное регистрационное заявление.

Регистрационное заявление состоит из проспекта и дополнительной информации, требуемой SEC. Заявление представляет собой форму S-1 SEC, которая детально описана в главе 8 «Отчетность перед Комиссией по ценным бумагам и биржам». Часть заявления, представленная проспектом, является обзором операций и финансов компании и представляет собой тщательно выверенный баланс маркетингового языка, призванного поддержать акции, и нудного перечисления по пунктам всех мыслимых рисков, которым компания подвержена или может быть подвержена, с целью избежать ответственности в случае, если перспективы компании ухудшатся после того, как она станет публичной. Проспект включает также все стандартные финансовые отчеты, такие как балансовый, отчет о прибылях и убытках, движении денежных средств и собственном капитале компании. Он будет также включать промежуточные финансовые отчеты, если регистрационное заявление объявляется действующим (подробнее об этом чуть ниже) позднее, чем через 134 дня после окончания финансового года компании. Регистрационное заявление является комплексным документом, поэтому финансовому директору следует ожидать, что потребуется от 30 до 60 дней, прежде чем его первоначальный вариант будет готов для представления в SEC.

Затем регистрационное заявление отправляют в SEC, которой обычно требуется около месяца на его изучение, после чего она выпускает письмо с комментариями, касающимися необходимых изменений, которые должны быть внесены в заявление для того, чтобы привести его в соответствие с правилами SEC. Комментарии могут охватывать такие вопросы, как большее раскрытие рисков, перекрестные ссылки на информацию, содержащуюся в проспекте, вопросы об использовании конкретных бухгалтерских правил и добавление информации, подкрепляющей сделанные утверждения. После того как эти изменения внесены в исправленный и дополненный вариант,

SEC имеет право продолжать изучение этого документа до тех пор, пока она не объявит заявление «действующим».

Компания должна также направить регистрационное заявление в Национальную ассоциацию дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers, NASD), которая хочет удостовериться, что гонорар андеррайтера не является чрезмерным. Кроме того, заявление должно быть послано в каждый штат, где компания планирует предлагать свои акции для продажи, чтобы там могли убедиться в том, что предложение соответствует требованиям отчетности данного штата.

Затем часть регистрационного заявления, представленная проспектом, направляется потенциальным инвесторам. Этот вариант заявления, называемый «красной селедкой» («red herring»), может еще не быть одобрен SEC и не содержать окончательной цены акций, но будет указывать диапазон, в пределах которого будет находиться финальная цена. Этот вариант используется в целях предварительного ознакомления инвесторов с предложением, но он не используется для продажи акций. Его посылают также синдикату андеррайтеров, организованному «ведущим» андеррайтером для облегчения продажи акций.

После подачи регистрационного заявления и до даты вступления его в силу, генеральный директор и финансовый директор (иногда сопровождаемые другими членами правления) отправляются в «роуд шоу», чтобы посетить офисы ключевых институциональных инвесторов и аналитиков, где они рассказывают о планах компании и отвечают на вопросы, но не пытаются продавать какие-либо акции. Это физически изнурительный процесс, который обычно длится около двух недель. В качестве примера приведем лишь один день типичного «роуд шоу». Финансовый директор одной электронной компании из Силиконовой долины сел в частный самолет в 5 часов утра и облетел пять городов США, останавливаясь для одночасовой презентации в каждом из них (несколько городов находятся на Восточном побережье), и затем, в тот же день, возвратился в Сан-Франциско. Он делал это девять дней на протяжении двух недель. Подготовка к «роуд шоу» также требует много времени и нередко включает тренинги по ораторскому искусству и даже привлечение консультантов по этикету.

Пока команда менеджеров проводит «роуд шоу», ее юридический советник подает заявку на фондовую биржу, где компания хочет получить листинг, и выбирает реестродержателя (который отслеживает все акции, перечисляет дивиденды разных видов и посылает отчеты акционерам) и трансфер-агента (который осуществляет передачу акций между сторонами) для последующего решения вопросов, связанных с акциями. Он также подает заявления в соответствии с законами о ценных бумагах всех штатов, где компания намерена продавать акции.

После того как SEC удовлетворена всеми изменениями, внесенными в регистрационное заявление, руководство компании встречается с андеррайтером для установления финальной цены акций. Установление цены являет-

ся отчасти наукой и отчасти искусством. Конечно, цена должна базироваться на количественном показателе, например, существующем коэффициенте «цена/прибыль» или коэффициенте «цена/выручка» у аналогичных компаний. Могут учитываться также другие операционные показатели, которые будут в какой-то степени корректировать цену, например, объем заказов, тенденции продаж, доля затрат в продажах, качество управления, перспективы развития отрасли, жесткость нынешней или потенциальной конкуренции, возможные экологические проблемы или наличие ценных патентов. Однако сильное влияние на финальную цену будут оказывать замечания институциональных инвесторов, с которыми был контакт в ходе «роуд шоу». Как правило, на них рассчитывают, как на покупателей значительной части акций компании, и если они демонстрируют нежелание покупать акции по определенной цене, то андеррайтер будет рекомендовать ее снижение. Кроме того, андеррайтер слегка занизит цену выпуска, чтобы обеспечить полную распродажу всех акции, предложенных публике, и при этом в какой-то мере обезопасить себя от судебного преследования в случае, если цена данных акций позднее снизится и инвесторы станут утверждать, что первоначальная цена была слишком высокой. Размер занижения цены при первоначальном публичном предложении, как правило, больше, чем при вторичных предложениях, поэтому руководство, возможно, захочет рассмотреть вариант продажи несколько меньшего количества акций в это время, чтобы избежать разводнения.

Андеррайтеры любят оценивать акции первоначального публичного предложения в диапазоне от 10 до 20 долл. на том основании, что это позволяет избежать статуса «копеечных акций» («penny stock» — акции, стоимостью 5 долл. и менее), и исходя из ощущения, что инвесторы будут с меньшей вероятностью покупать акции, стоимостью более 25 долл. Чтобы обеспечить такой диапазон, компании, возможно, придется провести дробление или консолидацию акций. Например, если андеррайтер решает, что суммарная оценка компании составляет 50 000 000 долл. и что цена акции будет равна 20 долл., то должно быть выпущено в обращение 2 500 000 акций, чтобы получить целевую цену одной акции. Если компания фактически выпустила 10 000 000 акций, то она должна провести консолидацию акций 4 за 1, чтобы сократить количество выпущенных акций до требуемого уровня в 2 500 000 штук.

Андеррайтер также захочет продать в период первоначального публичного предложения более одного миллиона акций, не только для того, чтобы создать активно торгуемый рынок для них, но и с целью выполнения требований фондовых бирж о минимальном количестве акций в обращении (как показано далее в параграфе «Торговля на бирже»).

После того как все стороны согласны с ценой акций, она вносится в регистрационное заявление в качестве поправки вместе с чистой выручкой компании в результате предложения и за вычетом комиссии андеррайтера.

После этого компания просит SEC объявить регистрационное заявление «действующим». Такое обращение обычно сопровождается просьбой сократить стандартный 20-дневный период ожидания между датой представления последней поправки и датой объявления регистрации действующей, на что SEC, как правило, соглашается при условии, что проспект уже был достаточно широко распространен среди потенциальных инвесторов в формате «красной селедки». После объявления регистрации действующей компания выпускает проспект для инвесторов, которые ранее получили «красную селедку», а также для всех других, желающих ознакомиться с ним.

Андеррайтер и компания подписывают затем «блокирующее соглашение» («lockup agreement»), которое запрещает менеджерам продавать какие-либо акции компании, которыми они владеют, в течение определенного минимального периода, обычно не менее полугода.

Наконец, на завершающей встрече, которая обычно проходит примерно через неделю после даты вступления регистрации в силу, андеррайтер передает платеж за все акции, предложенные в рамках первоначального публичного предложения, в обмен на сертификаты акций. Эта задержка в несколько дней необходима андеррайтеру для получения денег от инвесторов, которые затем получат акции от андеррайтера. Отныне компания официально является публичной.

АЛЬТЕРНАТИВЫ ПРОДАЖЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Традиционное первоначальное публичное предложение может быть недоступным для компании по разным причинам. Потенциальные андеррайтеры могут чувствовать, что базовые технологические доблести компании являются слишком недоказанными, чтобы стать убедительной историей для потенциальных акционеров. Та же мотивировка может относиться к ее темпам роста или предполагаемому качеству ее команды менеджеров. Кроме того, рынок может быть насыщен другими первоначальными публичными предложениями, что не оставляет места для еще одного, если только не пойти на неоправданно низкую цену. Если имеют место какие-либо из указанных обстоятельств, то компания может рассмотреть возможность использования вариантов, представленных в данном параграфе, а именно: «открытое первоначальное публичное предложение», покупка корпорации-«оболочки» или регистрация малого корпоративного предложения.

Открытое первоначальное публичное предложение

Альтернативой традиционной продаже акций через андеррайтера является использование аукционной формы «Открытое первоначальное публичное предложение». При таком подходе потенциальные инвесторы скачивают

проспект через Интернет от андеррайтера, который специализируется на предложениях такого рода. Если они хотят выставить заявку на акции, то открывают счет у андеррайтера, выбирают цену покупки и количество желаемых акций и посылают андеррайтеру чек на эту сумму. Эту заявку можно снять в любое время до даты предложения. Исходя из диапазона полученных заявок, андеррайтер формирует цену публичного предложения, по которой будут акцептованы заявки на покупку акций (эта цена совпадает с ценой заявки, ниже которой все другие заявки выходят за пределы предлагаемого количества акций). Все инвесторы, предложившие более высокую цену, получат полное количество запрошенных акций, а те, чьи заявки имели более низкую цену, получат назад свои деньги. Инвесторы, указавшие точную цену публичного предложения, получат определенную часть от запрошенного количества акций в зависимости от того, как много других инвесторов запросили акции по этой цене и сколько акций остается в наличии для продажи. Этот метод обычно приводит к более высоким ценам акций, в результате чего компания либо получает больше денег, либо продает меньше акций (что означает больший контроль со стороны первоначальных акционеров).

Например, компания хочет продать публике 1 млн акций. Инвесторы делают заявки на 500 000 акций по 14 долл. за штуку, но при этом получены также заявки на 300 000 акций по 13,50 долл. и на 600 000 акций по 12 долл. Поскольку все предложение может быть продано по цене 12 долл., она становится ценой публичного предложения. Все инвесторы, приславшие заявки по 14 долл. и 13,50 долл. за акцию, получат полное количество запрошенных акций и будут платить 12 долл. за акцию. Из запрошенных 600 000 акций по 12 долл. инвесторы получат только одну треть заявленной ими суммы, поскольку это приведет к продаже 1 млн акций, что было первоначальной целью.

Корпорация-«оболочка»

Другим вариантом продажи акций является предварительное слияние с публичной корпорацией-«оболочкой» (shell corporation) и затем продажа акций от имени этой «оболочки». «Оболочка» — это корпоративное юридическое лицо, у которого нет значительной деловой активности. Обычно она появляется после того, как основной бизнес провалился или был продан, оставив юридическое лицо, которое все еще имеет право продавать акции публике. Пользуясь этим методом, можно купить «оболочку» за сравнительно небольшую сумму (хотя она может возрасти, если «оболочка» все еще имеет существенные активы) и, кроме того, воспользоваться преимуществом любого переноса чистого операционного убытка, проведенного в рамках «оболочки» (обычное явление). Хотя только малая часть этих убытков может быть использована в налоговых целях, если имела место смена контроля

над корпорациеи-«оболочкой». В негативном плане, корпорации-«оболочки» знамениты нераскрытыми долгами, которые будут преследовать возникшую в результате слияния фирму, а также тем, что их проталкивают сомнительные брокеры, манипулирующие акциями к своей собственной выгоде. Поэтому, исключительно важно изучить любого, кто продвигает продажу «оболочки», а также все финансовые, юридические и производственные аспекты корпорации-«оболочки».

Малое корпоративное предложение

Еще одной альтернативой является регистрация малого корпоративного предложения (small corporate offering registration, SCOR). Это упрощенная регистрация, используемая компаниями, которые хотят привлечь до 1 млн долл. в течение 12-месячного периода. Необходимо заполнить форму U-7, содержащую 50 вопросов, и представить ее в комиссию по ценным бумагам штата, в котором работает компания. Эта форма не требует рассмотрения SEC, но должна быть проанализирована комиссией по ценным бумагам штата. После этого компания может использовать данную форму в качестве проспекта при поиске инвесторов (поскольку этот метод обычно не предполагает участия андеррайтера). Данный подход может использовать любая компания, инкорпорированная в США или Канаде, за исключением инвестиционных или публичных компаний.

Метод SCOR подпадает под действие Правила 504 Инструкции D SEC, которое регулирует частные и ограниченные предложения акций. Правило 504 разрешает компании продавать акции неограниченному числу инвесторов, которые не обязаны соответствовать каким-либо стандартам аккредитации. Оно также позволяет компании рекламировать предложение акций и не ограничивает любую перепродажу акций. Короче, SEC необычно либеральна в своем регулировании малого предложения акций в рамках SCOR.

Хотя метод SCOR является гораздо менее дорогостоящим, чем первоначальное публичное предложение, он также несет в себе риски и неопределенности. Во-первых, компания, использующая этот метод, может попытаться избежать расходов, не прибегая к услугам юридического советника. Такой подход может оставить ее беззащитной перед потенциальными судебными исками акционеров в результате каких-то неожиданных просчетов в процессе регистрации и продажи. Очевидным способом смягчения этого риска является как можно более раннее привлечение к процессу регистрации малого корпоративного предложения хорошего юридического советника и получение его рекомендаций на каждом этапе предложения. Кроме того, продавать акции инвесторам должна команда менеджеров, а это деятельность, которая может находиться вне их компетенции. Наконец, вследствие отсутствия андеррайтера, не будет готового рынка для последующих продаж акций, что делает ликвидацию позиции рискованным делом для инвестора.

ТОРГОВЛЯ НА БИРЖЕ

Хотя компания успешно провела первоначальное публичное предложение, ее акции еще не торгуются на фондовой бирже Если компания не внесена в биржевой список, то ее ценные бумаги будут обозначаться как акции, продаваемые без посредника (over-the-counter, OTC), и, скорее всего, появятся в «розовых листах» («pink sheets»). Название «розовые листы» происходит от цвета листов с ценами акций, которые распространялись Национальным бюро котировок с 1904 г. и служили ценовым справочником для сделок с акциями через местных дилеров Недавно эта услуга на бумажном носителе дополнилась «Электронной котировочной службой» в сети Интернет, обеспечивающей ценовые котировки внебиржевых ценных бумаг в режиме реального времени для маркет-мейкеров и брокеров. Этот рынок опасен для инвесторов, которые должны проводить свое собственное исследование перспективных вложений и подвержены значительному риску полной потери своих инвестиций в компании, которые могут находиться в бедственном положении, либо акции которых торгуются в незначительных объемах и испытывают сильные колебания цен. Поэтому уход от внебиржевого статуса в результате включения в списки фондовой биржи считается большим преимуществом.

Получение доступа на фондовую биржу требует подачи соответствующей заявки, в которой компания подтверждает, что она соответствует или превышает все листинговые требования биржи. Это не только финансовые критерии — например, все крупнейшие фондовые биржи требуют, чтобы котируемая компания имела ревизионную комиссию, причем большинство директоров в ней, как правило, должны быть независимыми от компании. Если биржа утверждает заявку, то акции компании указываются в биржевом списке, и назначается представитель биржи для работы с компанией, чтобы консультировать ее по биржевым правилам и советовать, как наиболее эффективно продавать акции инвесторам через биржу. Это обслуживание имеет цену — в виде как первоначального сбора за включение в котировальный список, так и годовых взносов.

В США имеется восемь фондовых бирж любого размера: Американская фондовая биржа, Бостонская фондовая биржа, Чикагская фондовая биржа, Фондовая биржа Цинциннати, фондовый рынок Nasdaq, Нью-Йоркская фондовая биржа, Тихоокеанская фондовая биржа и Филадельфийская фондовая биржа. Крупнейшими в этой группе являются Американская фондовая биржа (AMEX), фондовый рынок Nasdaq (NASDAQ) и Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE). Каждая из трех крупнейших бирж имеет отличные от других требования к листингу, причем Американская фондовая биржа и секция небольших компаний NASDAQ (NASDAQ SmallCap) являются самыми легкими для входа, а Нью-Йоркская фондовая биржа является самой трудной.

Американская фондовая биржа разрешает листинг акций компаний, отвечающих любому из трех критериев. Все три критерия включают общие требования, каковыми являются либо 800 публичных акционеров и 500 000 акций в публичном владении, или 400 публичных акционеров и 1 млн акций в публичном владении, или 400 публичных акционеров, 500 000 акций в публичном владении и средний дневной объем торговли в 2000 акций за последние шесть месяцев. В дополнение к этим общим требованиям в отношении торгового объема, компания может быть квалифицирована в качестве торгуемой на бирже, если она соответствует любому из следующих трех наборов критериев

1. Квалификация на основе прибыли Если компания имеет короткую историю деятельности, но значительные доходы, то лучше всего использовать данный набор квалификационных критериев. Он требует, чтобы компания имела акционерный капитал не менее 4 млн долл., а также прибыль до налогообложения не менее 750 000 долл. в последнем финансовом году или в два из последних трех лет. Кроме того, цена акции должна быть не ниже 3 долл., причем рыночная стоимость акций в публичном владении должна быть не менее 3 млн долл.
2. Квалификация на исторической основе. Если производственные результаты компании не являются исключительными, но она имеет многолетнюю историю деятельности, то лучше всего использовать этот набор квалификационных критериев. Он требует, чтобы компания имела акционерный капитал не менее 4 млн долл., а также два года производственной истории, цену акции не ниже 3 долл. и рыночную стоимость акций в публичном владении, по крайней мере, 15 млн долл.
3. Квалификация на основе капитализации. Этот набор критериев работает лучше всего, если компания имеет слабые производственные результаты и минимальную историю деятельности, но хорошо капитализирована. Согласно этому подходу, компания должна иметь акционерный капитал не менее 4 млн долл., совокупную рыночную капитализацию, по крайней мере, 50 млн долл. и рыночную стоимость акций в публичном владении, по крайней мере, 15 млн долл.

Американская фондовая биржа взимает одноразовый сбор 5000 долл. при подаче заявки. Кроме того, взимаются платежи за первоначальный листинг и ежегодные сборы по ставкам, показанным в табл. 16.1.

NASDAQ делится на Национальный рынок (the National Market) и рынок небольших компаний (the SmallCap Market). Оба рынка используют такие же методы, как и Американская фондовая биржа, при установлении требований к листингу (что не удивительно, поскольку у них одна и та же материнская

компания!). Национальный рынок требует, чтобы компания имела не менее 1,1 млн акций в публичном владении, минимальную цену покупки акций 5 долл. и, по крайней мере, 400 акционеров. В дополнение к этим базисным требованиям, Национальный рынок разрешает выбирать из следующих трех листинговых критериев:

Таблица 16.1. **Американская фондовая биржа: листинговые и ежегодные сборы**

Количество акций	Сбор за первоначальный листинг	Ежегодный сбор
До 5 млн	$35 000	$15 000
От 5 до 10 млн	45 000	17 500
От 10 до 15 млн	55 000	20 000
От 15 до 25 млн	65 000	20 000
От 25 до 50 млн	65 000	22 500
Более 50 млн	65 000	30 000

1. Квалификация на основе прибыли. Компания должна иметь прибыль до налогообложения от непрерывной деятельности не менее 1 млн долл. в два из последних трех лет плюс 15 млн долл. акционерного капитала и минимальную рыночную стоимость акций в публичном владении 8 млн долл.
2. Квалификация на исторической основе. Компания должна иметь, по крайней мере, двухлетнюю историю деятельности, но значительно больший акционерный капитал в 30 млн долл. и более высокую рыночную стоимость акций в публичном владении — по крайней мере, 18 млн долл.
3. Квалификация на основе капитализации. Компания должна иметь либо общую прибыль, либо совокупные активы, либо суммарную рыночную капитализацию, по крайней мере, 75 млн долл. плюс рыночную стоимость акций в публичном владении, по крайней мере, 15 млн долл.

Короче, Национальный рынок облегчает включение в листинг прибыльным компаниям и значительно ужесточает требования к листингу для других компаний.

Национальный рынок взимает сбор в 5000 долл. при подаче заявки. Кроме того, он берет 100 000 долл. за первые 30 млн акций, зарегистрированных на бирже, плюс еще 125 000 долл. за следующие 20 млн акций и дополнительно еще 150 000 долл. за листинг акций сверх этого количества. Ежегодные сборы значительно ниже, чем первоначальные, и определяются по прейскуранту, представленному в табл. 16.2.

NASDAQ имеет также рынок небольших компаний (the SmallCap Market). Этот рынок предназначен для менее крупных компаний с меньшей рыночной капитализацией, более низкими доходами и меньшей прибылью. Если компания в дальнейшем увеличивается и хочет перейти на Национальный рынок, то в год перехода ее годовой сбор повысится до (более высокого) сбора на Национальном рынке.

Таблица 16.2. **Национальный рынок NASDAQ: ежегодные сборы**

Общее количество акций в обращении	Ежегодные сборы
До 10 млн	$21 225
От 10 до 25 млн	26 500
От 25 до 50 млн	29 820
От 50 до 75 млн	39 150
От 75 до 100 млн	51 750
От 100 до 200 млн	60 000
Более 200 млн	60 000

SmallCap Market имеет упрощенный набор листинговых требований по сравнению с Национальным рынком. В любом случае компания должна иметь не менее 1 млн акций в публичном владении, а также рыночную стоимость акций в публичном владении 15 млн долл. и минимальную цену покупки акции в 4 долл. Еще необходимо иметь, по крайней мере, 300 акционеров. При этом компания должна соответствовать одному из трех критериев капитализации: 5 млн долл. акционерного капитала, 50 млн долл. рыночной стоимости котируемых ценных бумаг или 750 000 долл. чистой прибыли от непрерывной деятельности в последнем финансовом году или в два из последних трех финансовых лет. Это значительно более низкие критерии входа, чем на Национальном рынке, что делает его хорошим стартовым рынком для новоиспеченных публичных компаний.

SmallCap Market взимает также более низкие сборы, чем Национальный рынок. Его сбор при подаче заявки тоже равен 5000 долл., но его сборы за первоначальный листинг акций ниже, как показано в табл. 16.3.

Ежегодные сборы на SmallCap Market имеют более сложную структуру, но по существу ограничены 45 000 долл. в год, независимо от количества котируемых акций.

Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) имеет самые жесткие листинговые требования из всех бирж, что закрепило за ней репутацию листинга только компаний в наилучшем финансовом состоянии. Ее листинговые требования разделяются на категории охвата, размера и финансовых критериев. Согласно критерию охвата, компания должна иметь либо 2200 акционеров и среднемесячный объем торговли, по крайней мере, 100 000 акций,

либо не менее 500 акционеров и среднемесячный объем торговли, по крайней мере, 1 000 000 акций. Второй критерий более полезен для компаний с большой долей институциональных инвесторов, которые обычно торгуют гораздо более крупными пакетами акции. Кроме того, компания должна поддерживать минимум 1,1 млн публично выпущенных акций, плюс рыночную стоимость публичных акций, по крайней мере, 100 млн долл. Последний критерий препятствует листингу на Нью-Йоркской фондовой бирже менее крупных компаний с меньшей рыночной капитализацией.

Согласно ее финансовым критериям, компания должна иметь совокупную прибыль до налогообложения, по крайней мере, 6 500 000 долл. в течение последних трех лет, что должно включать минимум 2 500 000 долл. прибыли в самом последнем завершенном году. Либо компания должна иметь рыночную капитализацию, по крайней мере, 500 млн долл. и 100 млн долл. выручки в течение последних 12 месяцев, а также совокупный операционный денежный поток за последние три года, по крайней мере, 25 млн долл. Еще одной альтернативой для компании является выручка не менее 100 млн долл. в самом последнем финансовом году, а также рыночная капитализация более 1 млрд долл. Эти критерии призваны блокировать компании, сталкивающиеся с продолжающимися потерями прибыли или денежного потока, хотя они все же оставляют лазейку для компаний с высокой рыночной капитализацией.

Таблица 16.3. **Рынок небольших компаний NASDAQ: сборы за первоначальный листинг**

Общее количество акций в обращении	Входные сборы
До 1 млн акций	$9500
От 1 до 5 млн акций	19 000
От 5 до 10 млн акций	30 875
От 10 до 15 млн акций	40 375
Более 15 млн акций	47 500

Таблица 16.4. **Нью-Йоркская фондовая биржа: листинговые и ежегодные сборы**

Количество акций	Сбор за первоначальный листинг
До 2 млн	$14 750
3-й и 4-й млн	7400
5-й и до 300 млн	3500
Более 300 млн	1900

Нью-Йоркская фондовая биржа взимает одноразовый сбор при подаче заявки в размере 36 800 долл. Ставки первоначальных листинговых сборов и ежегодных сборов можно увидеть в табл. 16.4.

Обратите внимание на то, что сборы, показанные в табл. 16.4, являются дополняющими. Например, компании, проводящей листинг 5 млн акций на Нью-Йоркской фондовой бирже будут начислены следующие суммы:

1-й миллион акций	$14 750
2-й миллион акций	14 750
3-й миллион акций	7400
4-й миллион акций	7400
5-й миллион акций	3500
Общий сбор	$47 800

Минимальный сбор за первоначальный листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже составляет 150 000 долл., а максимальный сбор равен 250 000 долл. Кроме того, она взимает на годовой основе 1650 долл. за миллион акций с первого и второго миллиона акций в листинге, и затем 830 долл. за миллион акций с каждого миллиона акций в листинге сверх этого количества. Максимальный размер годовых сборов составляет 500 000 долл.

Предыдущий перечень листинговых требований и сборов может вызвать вопрос: зачем кто-то вообще проводит листинг своих акций на гораздо более дорогой Нью-Йоркской фондовой бирже. Для этого имеется несколько веских причин. Помимо престижности листинга на самой знаменитой фондовой бирже мира, акции компании будут связаны с этим престижем, что может обеспечить небольшую премию в цене. Кроме того, многим институциональным инвесторам не разрешается инвестировать в акции любой компании, которая не котируется на Нью-Йоркской фондовой бирже. Таким образом, компания может получить доступ к совершенно новой группе профессиональных инвесторов, пройдя процедуру листинга на этой бирже. Поэтому лучше думать о других биржах, как о ступеньках в развитии публичной компании — начинающей с менее престижного рынка небольших компаний NASDAQ или Американской фондовой биржи, продвигающейся на Национальный рынок NASDAQ и затем на Нью-Йоркскую фондовую биржу по мере того, как у компании растут выручка, прибыль и рыночная капитализация.

ОГРАНИЧЕНИЯ ДЛЯ АКЦИЙ ПУБЛИЧНО ТОРГУЕМОЙ КОМПАНИИ

Если кто-то покупает ценные бумаги на нерегистрируемых, частных продажах, осуществляемых эмитентом, то эти акции считаются «ограниченными». Это определение обычно включает все ценные бумаги, выпущенные в рамках частных размещений, планов передачи акций служащим или в обмен на «старто-

вый капитал» для начала бизнеса. Ограниченная акция обычно имеет штемпель, указывающий ее статус и предупреждающий, что ее нельзя перепродавать на рынке до тех пор, пока она не будет зарегистрирована в SEC. Трансфер-агент по данным бумагам не будет разрешать продажу акции, если не получит заключение от юридического советника эмитента, подтверждающее, что акция может торговаться. После получения такого заключения трансфер-агент удалит штемпель, позволяя акции торговаться в обычной манере

Если ценная бумага такого рода получена через непубличное предложение, акционер не может продать ее, пока не пройдет один год после даты приобретения Датой приобретения считается та, когда ценные бумаги куплены и полностью оплачены, что означает, что получение займа от компании-эмитента для того, чтобы заплатить за акции, не ведет к полной собственности до тех пор, пока заем не погашен. По истечении этого времени можно продавать доли ценных бумаг, находившихся в собственности, в течение последовательных трехмесячных периодов В каждыи из таких периодов акционер не может продать больше, чем либо 1% от ценных бумаг данного класса, находящихся в обращении, либо средний недельный объем торгов в предшествующие четыре календарные недели (большая из двух величин). Продажи этих акций должны проводиться как обычные торговые сделки, причем брокер должен получать за них стандартную ставку комиссии Далее, ни акционеру, ни брокеру не разрешается активно добиваться ордеров на покупку выставленных на продажу ограниченных акций

До продажи ограниченных акций акционер должен подать в SEC уведомление по форме 144, если продается более 500 акций или общий объем продаж таких акций превышает 10 000 долл. в любой трехмесячный период. После уведомления указанные акции должны быть проданы в течение трех месяцев, либо придется подать исправленное уведомление, которое описывает более позднюю сделку. При заполнении формы акционер должен также указать, что он не знает о какой-либо существенной негативной информации в отношении компании, которая еще не раскрыта для публики.

ВЫВОДЫ

Целью многих владельцев успешных компаний является превращение их в публичные, чтобы получить возможность в конечном счете продать некоторую часть своих акций и отойти от дел. Однако эта мотивация не всегда работает на практике вследствие значительной стоимости первоначального публичного предложения, последующих текущих затрат на публичную отчетность, ежегодных биржевых сборов за листинг, потенциальных судебных исков инвесторов и риска потери контроля над компанией. Поэтому растущее число владельцев бизнеса решает, что лучше сделать их компании частными. Это требует специальной отчетности, что рассматривается в главе 17 «Приватизация компании»

ГЛАВА 17

ПРИВАТИЗАЦИЯ КОМПАНИИ

Многие компании обнаруживают, что издержки и ответственность, связанные с деятельностью бизнеса в публичной собственности, не стоят всего этого, и предпочитают прекратить публичное обращение акций. Это требует подачи пространной документации в SEC, что описывается в данной главе.

ПРОЦЕДУРА ПРЕВРАЩЕНИЯ В ЧАСТНУЮ КОМПАНИЮ

Если публичная компания хочет стать частной, она должна раскрыть информацию, перечисленную в Инструкции 13E-3 SEC. Эта инструкция применяется в ситуациях, когда компания планирует выкупить назад свои ценные бумаги, как это описано в следующем параграфе.

Информация, которая требуется в данных обстоятельствах, должна быть представлена по форме 13E-3, к которой должны быть добавлены поправки, если имеются существенные изменения. Основная информация, представленная в данной форме, включает полные финансовые отчеты компании и различные финансовые показатели в расчете на одну акцию. Компания должна также включить информацию относительно лиц, подающих форму, условий сделки, будущих планов, причины превращения в частную компанию, а также источника и условий финансирования, необходимого для проведения сделки.

ИНСТРУКЦИЯ 13E-3

Инструкция 13E-3 SEC применяется к любой сделке, где акции покупаются их эмитентом или когда на эти ценные бумаги делается тендерное предложение со стороны эмитента или его дочерних компаний. Такая сделка должна иметь результатом наличие менее 300 акционеров или удаление этого класса акций из листинга национальной биржи.

Когда акции изымаются из обращения эмитентом, инструкция указывает также, что информация о таком изъятии не должна вводить в заблуждение или являться попыткой обмана акционеров.

Инструкция требует, чтобы эмитент представил форму 13E-3 (см. след. параграф) до изъятия класса ценных бумаг, а также внес поправки в нее, отражающие любые существенные изменения в информации, указанной в первоначально представленной форме. Они будут завершаться поправкой, сообщающей об окончательных результатах сделки изъятия.

Инструкция требует далее, чтобы эмитент раскрыл акционерам следующую информацию:

- Сводная таблица условий
- Цели, альтернативы, причины и последствия сделки
- Справедливость сделки по отношению к владельцу ценной бумаги
- Доклады, заключения, оценки и переговоры, относящиеся к сделке
- Информация относительно прав владельцев ценных бумаг проводить оценки
- Вся другая информация, указанная в Инструкции 13E-3, за исключением демонстрационных материалов. Вместо этой информации можно представить «справедливое и адекватное резюме».

Если есть изменения в информации, предоставленной владельцам ценных бумаг, то инструкция требует, чтобы об этих изменениях им было незамедлительно сообщено. В любом случае, первоначальный пакет информации должен быть предоставлен владельцам ценных бумаг не позднее, чем за десять рабочих дней до любой сделки изъятия. Если ценные бумаги находятся в доверительном управлении у брокера-дилера, то эмитент должен направить эти информационные материалы брокеру-дилеру с инструкцией довести их до сведения владельцев ценных бумаг.

Эти требования к отчетности не являются обязательными, если эмитент предлагает владельцам ценных бумаг другие капитальные ценные бумаги в обмен на изымаемые, но только если замещающая ценная бумага имеет по существу те же права, что и старая ценная бумага, включая голосование, дивиденды, выкуп и погашение, либо если предлагаются обыкновенные акции. Отчетность также не требуется, если изъятие ценных бумаг уже разрешено конкретными положениями, регулирующими создание или управление этим классом ценных бумаг.

ЗАПОЛНЕНИЕ ФОРМЫ 13E-3

Форма 13E-3 должна быть представлена в SEC до изъятия ценных бумаг эмитентом. Некоторые части этой формы могут быть также посланы владельцам ценных бумаг, как отмечено в последнем параграфе. Эта форма является по существу полным и всеобъемлющим раскрытием сделки изъятия.

Титульная страница формы требует указать название эмитента, имя лица, подающего заявление, и название класса ценных бумаг, подлежащих изъятию

в соответствии с условиями, содержащимися в данной форме. Содержание остальных разделов документа представлено ниже:

1. *Сводная таблица условий.* Эта таблица должна описывать основные условия предлагаемой сделки и включать достаточную информацию для того, чтобы владельцы ценных бумаг поняли ее структуру и условия. Вся информация в этом резюме должна иметь ссылки на более детальные данные, содержащиеся в отдельном заявлении о раскрытии, которое посылается владельцам ценных бумаг.
2. *Информация о компании.* Укажите название и адрес компании. Кроме того, укажите точное название и количество выпущенных акций того класса, который подлежит погашению. Далее, укажите рынок, на котором торгуются эти ценные бумаги, а также их максимальные и минимальные цены продажи в каждом квартале в течение последних двух лет. Отметьте периодичность и размер всех дивидендов, выплаченных за последние два года, а также любые ограничения на способность компании выплачивать дивиденды. Упомяните также дату и объем всех публичных предложений ценных бумаг, подлежащих погашению, если они имели место в последние три года. Наконец, перечислите все предыдущие покупки данных ценных бумаг в течение последних двух лет, включая сумму и диапазон заплаченных цен.
3. *Личность и послужной список заявителя.* Укажите фамилию и контактную информацию о лице, подписывающем форму. Укажите также нынешнюю должность этого лица и название места работы, а также те же сведения за последние пять лет. Наконец, отметьте, имело ли данное лицо судимость за уголовно наказуемую деятельность в последние пять лет, и если да, то когда и где проходил суд. Это включает любые частные определения, запрещающие данному лицу заниматься в будущем деятельностью, регулируемой федеральным или штатными законами о ценных бумагах.
4. *Условия сделки.* Перечислите основные условия предлагаемой сделки по выкупу, которые должны включать общее количество и класс ценных бумаг, которые компания хочет купить, предлагаемую за них цену и дату истечения данного предложения. Кроме того, укажите, будут ли повторены или продлены период предложения и сроки, в которые нынешние владельцы ценных бумаг могут отозвать из продажи любые ценные бумаги, которые они выставили на тендер в соответствии с условиями этого соглашения. Далее, опишите процедуры, которым должны следовать владельцы ценных бумаг при выставлении их на продажу и отзыве. Если компания намерена выкупить только часть выпущенных акций, то как будут делаться покупки на пропорциональной основе, а также что произойдет в случае превышения предложения над спросом. Кроме того, укажите любые существенные последствия этой сделки

для бухгалтерского учета или налогообложения прибыли. Перечислите любые отклонения от стандартного перечня условий покупки, если они различаются по владельцам ценных бумаг. Для тех владельцев ценных бумаг, которые, возможно, будут против сделки, перечислите любые права по оценке, которые они могут иметь. Наконец, если предлагаются другие ценные бумаги в качестве компенсации за данную ценную бумагу, опишите любые договоренности, которые, возможно, имеет компания, в отношении предложения их для публичной торговли.

5. *Прошлые контакты, сделки, переговоры и соглашения.* Перечислите все сделки между заявителем и компанией, имевшие место в последние два года, если они составляют более 1% выручки компании, либо между заявителем и служащим компании, если они превышают 60 000 долл. Кроме того, укажите любые сделки или переговоры между заявителем и компанией в последние два года, которые касались каких-либо слияний или поглощений, тендерных предложений, выборов директоров или продаж крупных активов. Наконец, в качестве полного раскрытия, укажите любые другие договоренности между заявителем и любым другим лицом, касающиеся ценных бумаг компании, которые могут включать передачу ценных бумаг, голосование ценными бумагами, совместные предприятия, кредитные договоренности, а также кредитные гарантии или покрытие убытка. Это перечисление должно включать ценные бумаги, которые заложены любым способом, при котором другое лицо может получить голосующие права по ценным бумагам.
6. *Цели сделки и планы или предложения.* Опишите, что будет сделано с любыми приобретаемыми ценными бумагами, например, погашение или хранение в казначействе. Кроме того, раскройте любые планы последующего слияния, ликвидации или продажи крупных активов компании, а также любые будущие изменения в дивидендной политике, уровне долга или капитализации компании. Далее, отметьте любые планируемые изменения в составе или структуре совета директоров, а также любые изменения в команде менеджеров или их контрактах о найме. Наконец, в качестве полного раскрытия, укажите любые другие будущие существенные изменения в структуре или бизнесе компании.
7. *Цели, альтернативы, причины и последствия.* Укажите основную причину сделки, а также любые альтернативы ей, которые были рассмотрены, и почему они были отклонены в пользу предлагаемой сделки. Далее, отметьте влияние сделки на компанию, что должно включать последствия по уплате федеральных налогов.
8. *Справедливость сделки.* Укажите, считает ли компания предлагаемую сделку справедливой или нет по отношению к тем владельцам ценных бумаг, которые не аффилированы с компанией, а также факторы, принятые во внимание при определении справедливости. Если какой-либо

директор компании воздержался или голосовал против этой сделки, укажите фамилию этого человека и мотивы его голосования. Кроме того, укажите, была ли сделка одобрена большинством неаффилированных директоров. Далее, отметьте, назначили или нет неаффилированные директора независимое лицо, представляющее интересы неаффилированных владельцев ценных бумаг, для участия в разработке условий сделки. Также укажите, требует ли сделка одобрения большинства владельцев ценных бумаг.

9. *Доклады, заключения, оценки и переговоры* Укажите, получила или нет компания внешнюю оценку предлагаемой сделки; если да, то укажите фамилию оценщика и его квалификацию, а также любые материальные отношения между оценщиком и компанией, как в прошлом, так и в перспективе. Опишите метод, использованный для выбора оценщика, и сообщите, рекомендовал ли оценщик произвести выплату вознаграждения ему как часть сделки. Кратко изложите содержание доклада оценщика, включая процедуры, выводы и рекомендации, а также любые ограничения, установленные для оценщика компанией. Наконец, упомяните, что полный доклад об оценке доступен для ознакомления владельцам ценных бумаг.
10. *Источник и сумма финансирования или другого средства оплаты.* Укажите источник и сумму финансирования, которое будет использовано в предлагаемой сделке, а также любые существенные ограничения, которые будут наложены на компанию для того, чтобы получить требуемые средства. Опишите также любые альтернативные планы финансирования, о которых имеется договоренность на случай, если основной источник не сработает. Если требуемые средства поступают через договоренность о займе, то кратко опишите кредитное соглашение. Далее, покажите все расходы, которые будут понесены в связи со сделкой, например, юридические, бухгалтерские и оценочные.
11. *Заинтересованность в ценных бумагах компании.* Перечислите количество и процентную долю данных ценных бумаг, находящихся в собственности каждого менеджера или директора компании. Укажите также все сделки с данными ценными бумагами за последние 60 дней, включая участников, даты сделок, суммы поставленных ценных бумаг и цену акции.
12. *Настойчивая просьба или рекомендация.* Укажите, намерен ли кто-либо из менеджеров или директоров компании продать ценные бумаги, находящиеся в его собственности, и как каждый из этих людей намерен голосовать своими ценными бумагами в отношении сделки. Укажите также, если какое-либо лицо, упомянутое в этом разделе, сделало рекомендацию относительно этой сделки, и его мотивы.
13. *Финансовые отчеты.* Если они посылаются владельцам ценных бумаг, то вместо них можно дать обобщенную финансовую информацию.

При этом в форму должны быть включены инструкции о том, как владельцы ценных бумаг могут получить более подробную финансовую информацию.

14. *Вовлеченные лица/активы.* Перечислите всех лиц, которые будут ходатайствовать относительно предлагаемой сделки, включая условия их найма и оплаты труда. Сюда следует включать всех менеджеров и служащих компании, работающих над сделкой.
15. *Дополнительная информация.* Предоставьте любую существенную дополнительную информацию, которая будет еще раз подтверждать, что содержащаяся в форме не вводит читателя в заблуждение.
16. *Демонстрационные материалы.* Имеется ряд демонстрационных материалов, которые необходимо приложить к форме. Они должны включать любые материалы о дополнительном раскрытии, предоставленные владельцам ценных бумаг, например, документы о раскрытии информации при приватизации, соответствующие кредитные договоры, оценки и подробное перечисление прав владельцев ценных бумаг в отношении оценки.

Заявление должно быть подписано заявителем или его представителем (включая заверение подписи представителя). После заполнения, финансовый директор должен отправить в SEC восемь экземпляров данной формы.

ВЫВОДЫ

Представление формы 13E-3, описанное в этой главе, является трудоемким процессом. Налоговая служба оценивает примерные трудозатраты в 150 часов, поэтому есть все основания порекомендовать финансовому директору собрать проектную группу для работы над этим пространным документом. Кроме того, обеспечьте просмотр его юридическим советником, а также проведите тщательные сверки, чтобы владельцы ценных бумаг не смогли в дальнейшем утверждать, что в данной форме имеются какие-то неточности, дающие им основание подать в суд для возмещения любого ущерба. Форма, заполненная надлежащим образом, является основополагающим документом для успешного изъятия ценных бумаг из публичного владения в частную собственность, и таким образом компания может стать частной.

ЧАСТЬ 5

ГЛАВА 18

УПРАВЛЕНИЕ РИСКОМ*

Некоторые хорошо управляемые компании потерпели неудачу, потому что не обращали внимания на риск. Например, трудно восстановиться после пожара, который уничтожил вычислительный центр или производственное здание, либо после кражи всех ценных бумаг и наличных денег. Хотя такие случаи и редки, они могут быть настолько катастрофичными, что восстановиться невозможно. Здоровая во всех других отношениях организация разрушена, оставив многих людей без работы и уничтожив собственный капитал владельца.

В меньшем масштабе, но значительно чаще, возникают судебные иски, с которыми раньше или позже сталкиваются почти все компании. Они могут касаться травм работников, претензий покупателей или поставщиков по контрактам, либо это может быть сексуальное домогательство (sexual harassment) или какая-то форма дискриминации. Эти судебные иски обычно не ведут к закрытию компании, но они могут парализовать ее, если компенсации чрезмерны или компания вообще находится не в лучшем финансовом положении.

Эта глава показывает методы и процедуры управления риском, которые предохраняют компанию от серьезного ущерба в результате указанных и других видов проблем, связанных с риском. Кроме того, она раскрывает роль управляющего рисками в смягчении сложившейся ситуации путем изменения внутренних систем и приобретения страховки. Представлены также виды страхования, которые может купить компания, и показано, как выбрать брокера или андеррайтера, который помог бы решить проблемы компании. Глава завершается рассмотрением процедуры страхового возмещения и рекомендациями по подготовке отчета об управлении рисками, который четко показывает риски компании и меры противодействия им.

---

* Перепечатано с разрешения из *Controllership* by Wilson, Roehl-Anderson, and Bragg (John Wiley & Sons, 1999), pp. 1316–1326

МЕТОДЫ УПРАВЛЕНИЯ РИСКОМ

Компания должна определить величину риска, который она готова принять. Когда совет директоров предпринимает попытку количественно выразить это, он зачастую обнаруживает, что ему неуютно с тем уровнем риска, который имеется в данное время, и он принимает решение о дополнительных усилиях, т. е. новых методах по снижению уровня риска. Методы могут охватывать ряд областей управления рисками, например, финансовые лимиты в отношении принимаемого и удерживаемого риска, параметры самострахования, финансовое состояние страховщиков и собственные страховые компании. Методы могут не касаться некоторых вопросов, которые уже регулируются законом, например, страхование компенсационных выплат работникам. Пример всеобъемлющей политики страхования представлен в табл. 18.1.

Таблица 18.1. **Всеобъемлющая политика управления рисками**

1. Компания ABC приобретет страховой полис только у компаний категории A M Рейтинг не ниже B++
2. Все программы самострахования будут перестрахованы общим полисом, покрывающим все убытки, превышающие 50 000 долл
3. Не будет использоваться страхование со стороны собственных страховых компаний
4. Компания должна всегда иметь действующее страхование для следующих категорий и в указанных суммах
   - Страхование директоров и менеджеров, 5 млн долл
   - Страхование общей ответственности, 10 млн долл
   - Страхование коммерческого имущества, которое соответствует восстановительной стоимости всех объектов и запасов
   - Страхование перерывов в бизнесе, достаточное для четырехмесячной работы компании.

В этой таблице есть несколько ключевых моментов, которые следует учитывать. Во-первых, компания может испытывать соблазн приобрести очень недорогую страховку, которая обычно предоставляется страховщиком, находящимся в плохом финансовом положении. Если в последующем компания предъявит требование по выплате страховой суммы, она может обнаружить, что страховщик не в состоянии сделать это. Поэтому первый пункт политики определяет минимальный финансовый рейтинг, который должен иметь страховщик, прежде чем компания купит у него страховой полис. Другая проблема состоит в том, что компания хочет ограничить максимальную сумму всех рисков, которые она готова принять с тем, чтобы не быть парализованной крупным убытком, который не покрыт страховкой. Второй пункт политики, который требует ограничения самостоятельно страхуемых рисков, решает эту проблему. Наконец, совет директоров может

чувствовать себя спокойнее, установив точную сумму страхового покрытия, необходимого в отдельных областях. Хотя в примере показано несколько конкретных сумм страховки, как правило, лучше представить формулу для расчета соответствующей суммы страховки, например, страхового покрытия коммерческого имущества, которая будет покрывать восстановительную стоимость объектов и запасов. Это предохраняет сумму, указанную в полисе, от устаревания вследствие изменения условий бизнеса. Это некоторые из наиболее важных вопросов страхования, которые должны включаться в политику управления рисками.

МЕНЕДЖЕР ПО УПРАВЛЕНИЮ РИСКАМИ

В крупнейших компаниях функция управления рисками поручена менеджеру, подотчетному финансовому директору, казначею или контролеру. Это должностное лицо отвечает за проведение процедур, соответствующих политике управления рисками корпорации (показанной выше в табл. 18.1). Этот человек работает в тесном контакте с другими функциональными подразделениями, такими как инженерная служба, отдел техники безопасности, отдел по работе с персоналом, производственные подразделения, служба охраны, юридический отдел и бухгалтерия. Важно, чтобы этот человек хорошо знал производственную деятельность, продукцию и услуги компании, а также историю рисков, чтобы надлежащим образом оценивать риски и опасности. В рамках этих ограничений описание должности типичного риск-менеджера следующее:

- Выявление и оценка всех корпоративных рисков
- Оценка вероятности убытка вследствие этих рисков
- Обеспечение соответствия штатным, федеральным и местным требованиям в отношении страхования
- Выбор оптимального метода защиты от убытков, например, изменение внутренних процедур или приобретение страховки
- Работа со страховыми агентами, брокерами, консультантами и представителями страховых компаний
- Руководство программой предотвращения убытков, включая планирование с целью минимизации убытков от ожидаемых кризисов
- Ведение надлежащей отчетности по всем аспектам страхового администрирования
- Постоянная оценка и учет всех изменений в деятельности компании
- Отслеживание новых методов в области управления рисками
- Проведение периодических аудиторских проверок программы управления рисками, чтобы удостовериться, что все риски выявлены и покрыты.

ПРОЦЕДУРЫ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ

После того как сформулирована политика управления рисками, необходимо определить ряд основных процедур, которые будут обеспечивать ее выполнение. Они направляют действия риск-менеджера на принятие компанией достаточных мер по сведению рисков к минимуму Процедуры отражают логическую последовательность выявления масштабов рисков, нахождения путей их смягчения внутри компании и затем использования страхования для покрытия любых рисков, которые нельзя нейтрализовать иными способами Более детально эти процедуры представлены ниже

1 *Обнаружение областей риска* Определите все опасности, подстерегающие компанию, путем проведения полного анализа всего имущества и операций. Он должен включать изучение не только физических объектов, но и контрактных обязательств, арендных условий и государственного регулирования. Анализ может быть проведен с помощью контрольных списков страхуемых рисков, предоставляемых большинством страховых компаний, а также с помощью консультанта или путем изучения исторических данных об убытках, предоставленных нынешней страховой фирмой компании. Однако лицо, проводящее этот анализ, должно иметь защиту от «принципа СНС» (страх, неопределенность и сомнения), который широко практикуется всеми страховыми компаниями. То есть, они имеют привычку стонать по каждому мыслимому риску и раздувать вероятность его наступления с тем, чтобы компания купила много ненужной страховки. Лучшим способом избежать этого является приглашение умудренного риск-менеджера, который знает, какие потенциальные риски можно безопасно игнорировать. Как минимум, следует проанализировать следующие области:

- *Здания и оборудование.* Риск-менеджер должен составить список конструкций, мест и опасностей, которым они подвержены. Каждый объект и крупную часть оборудования следует указывать отдельно. Следует указать текущее состояние каждой позиции и оценить ее восстановительную стоимость.
- *Перерывы в бизнесе.* Риск-менеджер должен определить величину потерянной прибыли и дополнительных расходов в результате остановки бизнеса вследствие конкретной опасности.
- *Ответственность перед другими сторонами.* Риск-менеджер должен определить риск убытка или ущерба для других сторон, обусловленного продуктами, услугами, операциями или действиями служащих компании. Этот анализ должен включать обзор всех контрактов, сбытовой документации, закупочных ордеров, арендных договоров и соответствующих законов, чтобы определить, какие обязательства были приняты и какой риск существует.

- *Другие активы.* Риск-менеджер должен проанализировать денежную наличность, запасы и дебиторскую задолженность, чтобы определить возможный риск убытков от пожара, наводнения, кражи или других опасностей.

2 *Определение метода сокращения риска.* Каждой области риска должен соответствовать метод управления им. Возможные варианты для каждой области риска включают его предотвращение, сокращение, ограничение (например, самострахование) или передачу риска страховой компании. Обратите внимание, что только последний вариант в этом списке включает покупку страховки, поскольку имеется много процедур, которые компания может использовать для сокращения риска, не прибегая к страховке. Выбор наилучшего варианта основан на анализе «затраты/выгоды», который соотносит издержки по каждому риску с затратами на то, чтобы избежать его, с учетом вероятности наступления опасных событий. Общие направления снижения риска следующие:

- *Дублирование.* Компания может делать несколько копий отчетов, чтобы защититься от уничтожения критически важной информации. Кроме того, ключевые системы, типа локальной сети, телефонных сетей и хранения голосовых сообщений, могут копироваться за пределами компании, чтобы избежать остановки работы, вызванной повреждением первичной системы. Например, авиалинии имеют специальные дублирующие системы для своих баз данных о резервировании мест.
- *Предотвращение.* Компания может создать программы по сокращению вероятности и размера убытков. Например, некоторые компании приглашают Управление безопасности труда и здравоохранения (Occupational Safety and Health Administration, OSHA) проинспектировать их помещения и сообщить о небезопасных условиях; после этого компании исправляют положение, чтобы уменьшить свой риск убытка. Если компания требует, чтобы служащие носили защитные каски на стройплощадках, то падающий кирпич может все же привести к несчастному случаю, но защитная каска сделает травму менее тяжелой. Примеры упредительных методов включают улучшение освещения, установку защитных приспособлений на оборудование и требование соблюдения правил техники безопасности.
- *Разделение.* Компания может разделить ключевые активы, типа запасов, и разместить их в разных местах (например, складах). Так, военные имеют альтернативные командные центры на случай войны.

3. *Проведение внутренних изменений с целью сокращения рисков.* После того как типы предотвращения рисков определены, настает время внедрять их. Обычно это предполагает новые процедуры или системы,

типа систем тушения пожара в компьютерном центре или измененной процедуры обработки наличности, которая будет затруднять кражу денег служащими. Изменения процедур могут быть длительным процессом, поскольку он включает работу с персоналом каждой функциональной области по созданию новой процедуры, приемлемой для всех пользователей, а также последующие периодические проверки, чтобы убедиться, что процедуры все еще соблюдаются.

4. *Выбор брокера.* Каждой компании потребуется какая-то страховка, если только она не придерживается опасного метода самострахования практически всех рисков. Необходимо выбрать брокера, который может помочь компании получить возможно лучшие условия страхования. Хороший брокер может оказать огромную помощь в этом процессе, не только выбрав наименее дорогую страховку, но и подобрав правильные виды покрытия, выяснив финансовое состояние страховщиков, оказав услуги после наступления страхового случая, а также благодаря его общему знанию бизнеса компании и видов рисков, вероятность которых наиболее высока в этих условиях. К сожалению, многие компании ищут новых брокеров через каждые несколько лет, исходя из принципа, что долговременный брокер, в конце концов, поднимет цены и обманет компанию. В действительности, долгосрочные отношения следует поощрять, поскольку брокер обретает лучшее понимание рисков компании по мере того, как появляются проблемы и выплачивается страховое возмещение, что дает ему ценный опыт в отношении деятельности компании, которого нет у нового брокера.

5. *Определение видов страховки, которую нужно приобрести.* После того как брокер выбран, риск-менеджер может показать ему предварительные результаты страхового анализа, и затем вместе они могут определить виды страховки, необходимой для дополнения мер по снижению рисков, которые уже предприняты внутри компании. Виды страховки могут быть следующими:
   - *Котельная и оборудование.* Покрывает поломки котельной и оборудования, а также включает выплаты за травмы, причиненные оборудованием. Фирмы, предоставляющие эту страховку, проводят анализ оборудования компании и подготавливают доклад с рекомендациями по совершенствованию безопасности.
   - *Перерывы в бизнесе.* Позволяет компании оплачивать ее текущие расходы и, в некоторых случаях, компенсирует всю или часть ожидаемой прибыли.
   - *Коммерческое имущество.* Минимальная «базовая форма» этой страховки покрывает убытки от пожаров, взрывов, ураганов, града, вандализма и других опасностей. «Широкая форма» покрывает все, что покрывает «базовая форма», плюс ущерб от падающих пред-

метов, веса снега, от воды и некоторые случаи обрушения зданий. Опции включают оговорку об инфляционном коэффициенте, восстановление разрушенных объектов по фактической стоимости восстановления и покрытие готовой продукции по ее продажной цене (а не себестоимости).

- *Полная автомобильная ответственность.* Как правило, это обязательная страховка, которая требует минимального уровня покрытия телесного вреда и имущественного ущерба.
- *Полная страховка от преступности.* Покрывает кражу имущества, ограбление, взлом сейфов и помещений, а также нечестность служащих; в случае нечестности служащих компания покупает поручительство лояльности (fidelity bond), которое может покрывать поименованных лиц, конкретные должности или всех работников. Некоторые полисы будут также покрывать выплату выкупа.
- *Директора и менеджеры.* Обеспечивает покрытие ответственности корпоративных должностных лиц за действия, предпринятые при исполнении служебных обязанностей менеджера или директора корпорации.
- *Общая ответственность.* Покрывает претензии, связанные с происшествиями в помещениях компании, а также те, причиной которых является ее продукция, услуги, агенты или подрядчики. К страхованию ответственности, как правило, применяется зонтичный полис, который обеспечивает дополнительное покрытие после того, как первичное покрытие исчерпано. Зонтичный полис имеет мало исключений.
- *Страхование жизни, здоровья и нетрудоспособности.* Существует несколько видов страхования жизни: *совместное страхование жизни* покрывает служащего, но его стоимость делится между компанией и служащим; *страхование ключевого лица* покрывает финансовый ущерб компании в случае смерти служащего; *план перекрестной покупки* позволяет совладельцам бизнеса выкупать долю умершего владельца. *Страхование здоровья* обычно покрывает больничные, медицинские, операционные и зубоврачебные расходы. Страхование нетрудоспособности обеспечивает доход человеку, который не может работать вследствие травмы или болезни. Страхование нетрудоспособности подразделяется на две категории: *кратковременную нетрудоспособность* (платежи производятся в период восстановления здоровья человека после травмы или болезни) и *долгосрочную нетрудоспособность* (постоянные выплаты без ожидания возвращения к труду).
- *Внутреннее судоходство.* Покрывает имущество компании при транспортировке. Примерами застрахованных позиций являются экспонаты торговых выставок и перевозимая готовая продукция.

- *Океанское судоходство и транспортные авиаперевозки.* Покрывает транспортное средство (включая потерю дохода в результате потери транспортного средства), требования о материальной ответственности в отношении владельца или оператора транспортного средства, и сам груз.
- *Компенсация работникам.* Обеспечивает медицинскую страховку и страхование нетрудоспособности рабочим, которые получили телесные повреждения при выполнении своих служебных обязанностей. Страхование является обязательным, наниматель оплачивает все расходы, и нет права регресса против нанимателя. Имеется много вариантов покрытия компенсации работникам в зависимости от штата, включая уровни компенсации, виды работ, которые не покрываются, и допустимость судебных исков за небрежность.

Эти шаги позволяют риск-менеджеру определить виды и потенциальные масштабы рисков компании, а также способы сокращения этих рисков посредством либо внутренних изменений, либо покупки различных видов страхового покрытия.

ТИПЫ СТРАХОВЫХ КОМПАНИЙ

Существует несколько типов страховых компаний. Каждый из них может очень хорошо служить страховым потребностям компании, но между ними имеются значительные различия, о которых компания должна знать, прежде чем покупать страховой контракт. Типы страховых компаний следующие:

- *Собственная страховая компания.* Это дочерняя страховая компания, которая создана для страхования рисков материнской компании или, в некоторых случаях, спонсирующей группы или ассоциации.
- *Lloyds of London.* Это страховщик, работающий в рамках специальных полномочий, предоставленных английским парламентом. Он может выписать страховое покрытие такого рода, которое не могут предоставить другие страховые компании, как правило, из-за высоких рисков или особых запросов, не покрываемых стандартной страховкой. Он также предоставляет обычные виды страхового покрытия.
- *Совместная.* Это компания, в которой каждый держатель полиса является собственником, и где прибыль распределяется в виде дивидендов. Если возникает чистый убыток, от держателей полисов могут потребоваться дополнительные взносы. Однако в большинстве случаев выпускаются полисы, не предусматривающие дополнительных взносов.
- *Взаимно обязывающая организация.* Это ассоциация застрахованных компаний, которая управляется независимым менеджером. Вносятся

авансовые депозиты, пропорционально которым начисляются издержки по операциям.

- *Акционерная компания.* Это страховая компания, которая действует как обычная корпорация — прибыль, которая не остается в компании, распределяется между акционерами в виде дивидендов, а не передается держателям полисов.

Другим способом классификации страховых компаний является разделение по видам предлагаемого обслуживания. Например, *монолинейная* компания предоставляет только один вид страхового покрытия, а *многолинейная* компания предоставляет страховку нескольких видов. *Компания финансовых услуг* обеспечивает не только страхование, но и финансовые услуги для клиентов.

Компания может также использовать *самострахование*, при котором она намеренно планирует покрывать убытки из своих собственных ресурсов, а не за счет ресурсов страховщика. Это может быть целесообразно в следующих случаях:

- Когда административные расходы, связанные с использованием страхователя, превышают величину убытка.
- Когда компания имеет достаточно свободных средств, чтобы покрыть даже самые крупные претензии.
- Когда единственной альтернативой является выплата чрезмерных премий.
- Когда страхование недоступно ни по какой цене.

Формой частичного самострахования является широкое использование исключений в страховом полисе, когда компания оплачивает все претензии, кроме самых крупных. Наконец, компания может создать *собственного страховщика* (captive insurer), который предоставляет страхование родительской компании. Собственные страховщики могут обеспечить покрытие, индивидуально подогнанное под нужды родительской организации, что делает ее менее зависимой от капризов коммерческого страхового рынка. Вариантом идеи собственного страховщика является *фасадная программа* (fronting program), в которой родительская компания покупает страховку у независимой страховой компании, которая затем перестраховывает риск у собственного страховщика родительской компании. Этот метод используется для того, чтобы избежать лицензирования собственного страховщика в каждом штате, где ведет дела родительская компания, хотя собственный страховщик должен все же иметь разрешение на проведение перестраховочных операций. Кроме того, фасадная программа позволяет материнской компании получать местное обслуживание от независимой страховой компании и в то же время переводить риск на собственного страховщика. Какую бы форму ни принимало самострахование, риск-менеджеру следует

вместе с финансовым контролером определить величину резервов на покрытие убытка, которые необходимо создать для оплаты претензий по мере их появления.

В некоторых штатах компания может выполнять функции самострахования в отношении компенсации работникам. Для этого она должна зарегистрироваться в качестве самострахователя в соответствии с законами этого штата, купить зонтичное покрытие, защищающее от катастрофических претензий, внести залог надежности и создать отдел по работе с претензиями. Преимуществом этого подхода являются низкие издержки (за счет устранения прибыли страховщика) и улучшение денежного потока (поскольку нет авансовых страховых платежей). Недостатками этого подхода являются дополнительные административные издержки, а также затраты на регистрацию компании в каждом штате, где работает компания.

Это только некоторые варианты, которые компания может рассмотреть при покупке страховки через третью сторону, дочернюю компанию или обеспечивая свое собственное покрытие.

РАБОТА С ИСКОВЫМИ ЗАЯВЛЕНИЯМИ

1. Некоторые страховые компании не сразу реагируют на заявления о возмещении ущерба, и могут отклонить их, если они поданы не по форме. Чтобы избежать этих проблем и получить полную сумму возмещения как можно быстрее, риск-менеджер должен внедрить четкий процесс подготовки исковых заявлений, описанный в данном параграфе.
   Риск-менеджеру следует составить резюме рассматриваемой информации по каждому страховому извещению. Имея эту информацию в одном месте, риск-менеджер подстраховывает себя от пропуска каких-либо шагов, что может помешать быстрому получению страхового возмещения. Резюме должно включать:

   - *Инструкции по описанию поврежденных позиций.* Убедитесь, что составлен полный перечень всех поврежденных позиций, включающий их инвентарную стоимость, оценки и восстановительную стоимость. Это поможет страховым оценщикам при определении цены, которая будет уплачена в качестве возмещения по претензиям.
   - *Представители страховщика.* Должен иметься список фамилий, адресов и телефонных номеров страховых оценщиков по каждому виду страхования. Как правило, это требует значительной работы по обновлению, поскольку каждый год в этой информации могут происходить различные изменения, особенно если компания пользуется услугами большого числа страховых компаний для покрытия различных видов риска.

- *Ключевой внутренний персонал.* Политика компании может требовать, чтобы риск-менеджер уведомлял внутренний персонал о подаче заявлений о возмещении ущерба и полученных страховых выплатах. Так, бухгалтер, возможно, захочет знать, получен ли платеж по крупному требованию, чтобы сделать соответствующую проводку в бухгалтерских отчетах.
- *Исходные проблемы.* Риск-менеджеру следует иметь стандартный набор последующих шагов при наступлении страхового случая, чтобы иметь ясное понимание, почему он произошел и как можно избежать в будущем похожей проблемы, которая обусловила этот страховой случай. Без таких инструкций вполне возможно, что компания будет наталкиваться на данную проблему вновь и вновь, что приведет к новым страховым случаям и значительно повысит страховую премию.
- *Инструкции по сохранению поврежденных позиций.* Если материал получил повреждение, то компания обязана сделать все возможное, чтобы он не получил новых в дальнейшем, что привело бы к более крупному иску. Например, компания должна защитить материалы на складе от дальнейшего повреждения сразу после того, как она обнаружит, что крыша протекла и вода повредила некоторые материалы. Если компания не сделает этого, то страховщик может справедливо утверждать, что он оплатит только ущерб, который был нанесен до того момента, когда компания могла предпринять меры по исправлению ситуации.

Указанная выше информация необходима для подачи каждого страхового иска. Кроме того, имеются два направления, связанные с подготовкой исков, которые риск-менеджеру следует контролировать на постоянной основе:

1. *Бухгалтерские методы.* Риск-менеджеру следует вместе с бухгалтером разработать стандартный набор бухгалтерских проводок, которые используются для страховых исков, а также суммируют затраты на управление рисками. Это касается накопления информации о затратах по каждому иску, чтобы риск-менеджер мог легко обобщить соответствующую информацию, относящуюся к каждому иску, и использовать ее при подаче страхового заявления. Такая информация должна включать расходы на подготовку искового заявления, охрану и защиту имущества, идентификацию имущества и затраты на хранение.
2. *Программа аудита.* Независимо от того, насколько хороши процедуры подготовки исковых заявлений, персонал, занятый этим делом, нередко забывает или пропускает некоторые из них. Это особенно распространено там, где высока текучесть кадров в этой области и плохо ведется обучение новых работников. Чтобы выявить процедурные проблемы,

полезно проводить периодические проверки процесса подготовки исковых заявлений. Чтобы сравнить их результаты, следует иметь стандартную программу проверок с минимальным набором аудиторских инструкций (дополняемых по мере необходимости), которые используются для проведения каждой аудиторской проверки.

Экономически эффективно будет передать подготовку некоторых исковых заявлений внешним исполнителям, а нередко и самому страховщику. Обычно это относится к крупным позициям с низкими удельными затратами, например, медицинской страховке. При использовании внешних услуг необходимо выделить бухгалтера для контроля и подготовки отчетности. Компания должна проводить периодический аудит подготовки внешним исполнителем исковых заявлений, чтобы убедиться, что иски готовятся контролируемым и эффективным образом.

СТРАХОВЫЕ ДОКУМЕНТЫ

Ведение страховой отчетности является жизненно необходимым для обеспечения адекватности страховых покрытий и надлежащей подготовки исковых заявлений. Основные риски, которых позволяет избежать такая отчетность, состоят в непреднамеренной потере страховки из-за отсутствия пролонгации и неадекватное страхование, не учитывающее фактическую историю страховых исков компании. Структура страховой отчетности, описанная в данном параграфе, помогает компании избежать этих проблем.

Имеется несколько основных категорий страховой отчетности. Первый раздел содержит информацию о каждом полисе. Следующий раздел представляет собой памятку, где перечислены ключевые даты по каждому полису. Это полезно для обеспечения своевременной оплаты всех полисов, чтобы они не утратили силу. Следующий раздел содержит отчет о проделанной работе, где описаны исковая история и поданные исковые заявления по каждому полису. Наконец, имеется оценочный документ, в котором указаны страховые суммы, покрываемые каждым полисом. Отчетный и оценочный документы необходимы для определения величины исков или суммы покрытия, и позволяют риск-менеджеру увидеть, обеспечивает ли каждый полис достаточное покрытие. При надлежащем ведении, эти документы обеспечивают риск-менеджеру надежную основу для управления своей областью. Содержание каждого документа представлено ниже:

- *Идентификационный документ.* Содержит ключевую информацию о каждом полисе:
  — Краткое содержание покрытия, показывающее исключения
  — Брокер
  — Дата вступления в силу

— Страховщик
— Номер полиса
— Ставки, премии и страховые суммы
— Вид страхового покрытия

- *Памятный документ.* Содержит ключевые даты по каждому полису:
  — Даты проверки
  — Дата окончания полиса
  — Даты оплаты премий
  — Даты отчетности

- *Отчетный документ.* Описывает исковую историю и поданные исковые заявления по каждому полису:
  — Историческое сравнение премий с ущербом
  — Исторический файл исполненных страховых исков
  — Созданные резервы
  — Статус каждого иска
  — Поддерживающая документация по каждому иску

- *Оценочный документ.* Перечисляет страховые суммы, покрываемые каждым полисом:
  — Описание фактической денежной стоимости каждой статьи, покрываемой полисом
  — Описание восстановительной стоимости каждой статьи, покрываемой полисом
  — Краткий перечень страхуемых ценностей по каждому полису.

ЕЖЕГОДНЫЙ ОТЧЕТ ОБ УПРАВЛЕНИИ РИСКАМИ

Каждый год риск-менеджер должен готовить отчет об управлении рисками для совета директоров. Этот документ анализирует все возможные риски, которым подвержена компания, и затем описывает меры, предпринятые для смягчения этих рисков. Он очень ценен для совета директоров, которому необходимо знать масштабы потенциальных рисков, и как они могут повлиять на работу компании. К сожалению, немногие финансовые контролеры или финансовые директора знают, что следует включать в ежегодный отчет об управлении рисками. Это становится проблемой, если совет директоров спрашивает любого из этих менеджеров, которым обычно подчиняется риск-менеджер, о содержании данного документа. Для того чтобы предотвратить появление этой проблемы, в данном параграфе представлено типичное содержание отчета об управлении рисками, включая пример, основанный на работе организации, занимающейся обучением экстремальным видам горного отдыха.

Отчет об управлении рисками состоит из четырех разделов. Первый — это краткое содержание отчета, время его выхода и кому он направлен. Второй раздел перечисляет все риски, которые считаются значительными. Если указывать все возможные риски, то этот документ оказался бы чересчур объемным для легкого чтения. Риски следует группировать и давать подзаголовки, а не перечислять в виде длинного списка, который читателю трудно переварить. Третий раздел раскрывает способы покрытия этих рисков, *за исключением страховки* (о которой говорится в четвертом разделе). Это операционные изменения, типа усовершенствованных процедур или процессов, либо дополнительное обучение. Наконец, четвертый раздел показывает страховку, которая куплена для того, чтобы обеспечить дополнительное покрытие тех рисков, которые не могут быть адекватно покрыты внутренними изменениями. Эти четыре раздела дают совету директоров адекватное представление об усилиях компании в области управления рисками.

Таблица 18.2. **Пример отчета об управлении рисками**

Раздел II: Обзор рисков

- *Риск, связанный с обучением:*
  1. Риск отказа школьного оборудования
  2. Риск несчастного случая в результате неправильного инструктирования

Раздел III: Способы покрытия рисков

- *Риск отказа школьного оборудования.* Школьное оборудование регулярно проверяется и заменяется управляющим комитетом школы. Инструкторы также должны немедленно изымать оборудование из эксплуатации, если обнаружат необычное повреждение, которое может привести к отказу оборудования.
- *Риск несчастного случая в результате неправильного инструктирования.* Инструкторы школы вначале должны поработать помощниками инструктора под наблюдением более опытного инструктора, который оценивает их навыки и рекомендует повышение до полного инструкторского статуса. Типичный инструктор завершил до этого все требуемые курсы и имеет значительный практический опыт. Все инструкторы должны прослушать в течение последнего года курс по оказанию первой помощи в горах.

Раздел IV: Дополнительное страховое покрытие

- *Риск отказа школьного оборудования.* Полис общей ответственности покрывает этот риск в размере первых 500 000 долл. платежей застрахованному. Зонтичный полис покрывает этот риск в размере дополнительных 5 млн долл. после исчерпания покрытия, обеспеченного полисом общей ответственности.
- *Риск несчастного случая в результате неправильного инструктирования.* То же страховое покрытие, что и для риска отказа школьного оборудования.

Пример в табл. 18.2 представляет собой выдержку из отчета об управлении рисками организации, которая ведет практические занятия на местности. Этот пример опускает обзорную часть и сразу переходит к перечислению рисков, как они покрыты и какой вид страховки дополнительно необходим. Это хороший пример формы, которую следует использовать финансовому директору для отчета об управлении рисками.

ВЫВОДЫ

В крупной компании обычно имеется риск-менеджер, который определяет риски и находит способы противодействия им посредством либо внутренних изменений, либо покупки страховки. Поскольку этот менеджер часто подчинен финансовому контролеру или финансовому директору, им важно иметь общее представление о том, как осуществляется управление рисками.

ГЛАВА 19

АУТСОРСИНГ БУХГАЛТЕРСКИХ И ФИНАНСОВЫХ ФУНКЦИЙ*

Функция бухгалтерского учета часто передается сторонним организациям, однако этот процесс, как правило, ограничивается выполнением отдельных задач в рамках этой функции. Аутсорсинг может быть осуществлен в отношении широкого диапазона услуг, если финансовый директор готов работать со многими поставщиками этих услуг. В данной главе рассмотрены преимущества и недостатки аутсорсинга в отношении ряда услуг по ведению бухгалтерского учета. Также обсуждаются некоторые вопросы относительно предмета и условий договора, с которыми читателю необходимо ознакомиться, прежде чем подписывать соглашения с поставщиками. Кроме того, в одном из разделов описан ряд мероприятий в рамках передачи поставщику бухгалтерских функций, которые прежде осуществлялись самой компанией. Описывается множество способов контроля и оценки результатов работы поставщиков, а также рассказывается, как должны использовать эту информацию менеджеры, ответственные за бухгалтерский учет и казначейство. Наконец, рассматривается ряд вопросов, знание которых поможет предотвратить проблемы в случае, если компания пожелает прекратить отношения с поставщиком услуг — эти проблемы описываются вместе с возможными решениями. Прочитав эту главу, финансовый директор должен приобрести базовые знания основных вопросов, связанных с аутсорсингом бухгалтерского учета, а также научиться обсуждать условия договора с поставщиками, передавать им определенные задачи, оценивать результаты их работы, управлять ими и, в случае необходимости, прекращать с ними отношения.

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Outsourcing* by Bragg (John Wiley & Sons, 1998), chapter 4.

ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ АУТСОРСИНГА

В этом разделе рассматривается ряд преимуществ и недостатков аутсорсинга многих бухгалтерских функций компании. Речь идет о таких областях, как взыскание дебиторской задолженности, внутренний аудит, расчет заработной платы, учет налогов, финансовая отчетность, управление пенсионными программами, обработка трансакций, а также управление денежными потоками. В отношении каждой из этих областей приведены как преимущества, так и недостатки, тесно взаимосвязанные друг с другом. Таким образом, читатель сможет сравнить и оценить выгоды и связанные с ними проблемы, возникающие при использовании аутсорсинга.

Во избежание повторов не перечисляются некоторые положительные черты аутсорсинга всех областей бухгалтерского учета. Эти положительные черты связаны с тем, что многие области бухгалтерского учета требуют канцелярской работы или могут быть автоматизированы — например, обработка трансакций, управление пенсионными планами и расчет заработной платы, — а, следовательно, не являются стратегическими. Поскольку они не так важны для общего стратегического развития компании, их целесообразно передать, чтобы финансовый директор мог сосредоточиться на более значимых вопросах, влияющих на рентабельность компании или ее положение на рынке.

Главное преимущество аутсорсинга взыскания дебиторской задолженности состоит в том, что поставщик услуги, скорее всего, будет с большим рвением преследовать клиентов, которые отказываются платить по счетам, чем сотрудники компании. Чтобы заставить компании платить по старым счетам, требуются особые навыки и хорошие агентства по взысканию долгов, располагающие нужными людьми. Отрицательной стороной использования агентств является то, что они могут вести себя настолько агрессивно с клиентами, что те навсегда откажутся иметь дело с компанией. Однако, если компания поручает взыскать задолженность с клиента, то она сама, вероятно, не желает впредь поддерживать деловые отношения с этим клиентом. При этом агентство по взысканию долгов удерживает немалые проценты с каждого счета, по которому был взыскан долг, обычно около трети суммы. Но компания, как правило, передает взыскание дебиторской задолженности агентству только в том случае, если считает, что не сможет сделать это самостоятельно, а, следовательно, даже частичное взыскание для нее лучше, чем совсем ничего. Кроме того, многие компании списывают дебиторскую задолженность, уже не надеясь на ее взыскание, в то время как вместо этого можно было бы воспользоваться услугами агентства. Иногда компания может работать с агентствами, которые берут почасовую оплату, а не проценты с взысканной суммы. Таким образом, оплата окажется не столь высокой, но зато издержки на взыскание долга будут уже не переменными, что более же-

лательно для компании, а постоянными. Иными словами, работу с наиболее «сложной» дебиторской задолженностью целесообразнее поручить агентству по взысканию долгов, поскольку они лучше преследуют клиентов, заставляя их оплатить свои счета.

Сегодня компании передают также внутренний аудит. Ниже приведены доводы в пользу такого подхода, которые следует сопоставить со следующим далее списком его недостатков, чтобы полностью понять все детали аутсорсинга этой функции. К аргументам в пользу аутсорсинга внутреннего аудита относятся:

- *Совокупность профессиональных знаний.* Если работу выполняет крупная аудиторская фирма, то она может менять состав аудиторов для каждой проверки, используя тех сотрудников, которые лучше всего подходят для ее проведения.
- *Организаторские способности.* Поставщик услуг может управлять аудитом вместо компании; поскольку поставщик занимается только аудитом, он, скорее всего, весьма хорошо умеет управлять аудитом, делая это лучше работников компании.
- *Знание передовых методов бухучета.* Аудитор, который проверяет деятельность многих компаний, накапливает базу знаний о том, как наиболее эффективно выполнять те или иные действия, или же обладает доступом к нужным знаниям, получая их через других аудиторов своей фирмы. Следовательно, он может рекомендовать компании проводить те или иные изменения. Сотрудники отделов внутреннего аудита могут годами работать в своих компаниях и не приобрести таких знаний из-за недостатка опыта работы в других компаниях.
- *Переменные расходы.* Компания оплачивает только аудиторские проверки, проведенные поставщиком услуг, поэтому расходы на аудит можно превратить из постоянных (на содержание собственного штата) в переменные (на оплату услуг внешних специалистов).
- *Оперативный доступ.* Компания имеет возможность оперативно задействовать команду опытных аудиторов для работы в зарубежном филиале, в который затруднительно направлять своих собственных сотрудников.
- *Снижение командировочных расходов.* Компании придется оплачивать перелет сотрудников отдела внутреннего аудита до местоположения объекта, в котором требуется провести аудиторскую проверку, в то время как крупная аудиторская фирма сможет выделить для этой цели работников своих региональных отделений. Таким образом, компания избежит лишних командировочных расходов, выделяемых сотрудникам отдела внутреннего аудита. Но снижение расходов возможно только в том случае, если аудиторская фирма имеет региональные отделения неподалеку от местонахождения объектов компании.

- *Отсутствие простоев.* Использование группы сторонних аудиторов только для выполнения отдельных задач позволит компании избежать непроизводительных простоев сотрудников отдела внутреннего аудита, например, в период между окончанием одной аудиторской проверки и началом следующей.
- *Отсутствие расходов на наем и обучение персонала.* Компания может избежать значительных расходов на комплектование штата и повышение квалификации сотрудников отдела внутреннего аудита.

Существует ряд веских причин, в силу которых при определенных обстоятельствах *не следует* поручать проведение внутреннего аудита внешним исполнителям. Руководству следует знать об этих причинах, прежде чем принимать решение о передаче этой функции. Речь идет о следующих проблемах:

- *Стоимость.* Главным недостатком использования внешней аудиторской фирмы для проведения внутреннего аудита является его высокая стоимость, которая включает в себя накладные расходы и немалую норму прибыли. Дополнительное беспокойство может вызвать то обстоятельство, что расходы будут расти как снежный ком, когда компания распустит свой отдел внутреннего аудита и полностью доверит эту работу внешним поставщикам, которые после этого увеличат стоимость своих услуг.
- *Обучение.* Некоторые компании используют внутренний аудит для подготовки своих менеджеров, поскольку работа в отделе внутреннего аудита дает возможность хорошо изучить многие функции в компании. Сокращая эту штатную единицу, компания теряет базу для подготовки будущих менеджеров. Чтобы решить эту проблему и обеспечить активный процесс обучения, можно включить обучаемых сотрудников в аудиторские группы поставщиков.
- *Опыт.* Квалификация аудиторов, предоставляемых поставщиком услуг, может оказаться ниже ожидаемого уровня, поскольку в большинстве аудиторских фирм наблюдается значительная текучесть кадров. Кроме того, они часто привлекают к работе младших сотрудников, чтобы ознакомить их с различными системами бухгалтерского учета. Этой проблемы можно избежать, заранее обсудив квалификацию каждого работника, предоставляемого поставщиком для проведения внутреннего аудита.
- *Ответственность.* Руководство должно осознать, что оно ответственно за формирование и обеспечение средств внутреннего контроля, а также за аудит этих средств. Если на компанию подают в суд за отсутствие контроля, она не сможет переложить ответственность на внешнего исполнителя, осуществляющего внутренний аудит. В этой ситуации ответ будет держать только руководство компании.

- *Независимость.* Предполагается, что аудиторская фирма воздвигает «китайские стены» внутри своей компании, чтобы обеспечить независимость аудита финансовой отчетности от результатов работы по внутреннему аудиту. Это — довольно трудная задача, особенно для небольших фирм, где персонала недостаточно для того, чтобы каждый раз назначать отдельных сотрудников на внутренний аудит и периодический внешний аудит.

Среди всех бухгалтерских функций внешним поставщикам чаще всего передается расчет заработной платы. Можно выделить следующие преимущества аутсорсинга этой функции:

- *Позволяет избежать процедуры подготовки налоговой отчетности.* Компания может возложить обязанности по составлению налоговой отчетности на поставщика. Государство требует своевременного предоставления налоговой отчетности и налагает большие штрафы в случае задержки. Компании, у которых постоянно возникают подобные проблемы, могут сэкономить значительные средства, передав эту задачу поставщику, если сумма штрафов превышает общую стоимость аутсорсинга.
- *Позволяет избежать расходов на обновление программного обеспечения.* Чтобы правильно исчислять налоги с заработной платы на своем программном обеспечении, компании вынуждены ежегодно платить поставщикам программного обеспечения за обновление форм для расчета налогов с заработной платы. Поскольку каждый год происходит изменение местных налоговых ставок, компания, которая занимается расчетом налогов на собственных программных средствах, вынуждена нести ежегодные расходы на такое обновление.
- *Позволяет избежать заполнения формы W-2.* Поставщик услуг по расчету заработной платы будет сводить суммы начисленной заработной платы нарастающим итогом с начала года в налоговых карточках формы W-2 и даже рассылать их сотрудникам компании. В противном случае составление документов и их рассылка сотрудникам будет осуществляться собственной системой компании.
- *Позволяет избежать печатания чеков.* Печатание чеков может надолго занимать принтер компании, если в ней работает много служащих. Кроме того, понадобится постоянное техническое обслуживание для предотвращения поломок. При использовании аутсорсинга ни принтер, ни сотрудники не понадобятся для выполнения этой задачи.
- *Прямое зачисление на банковские счета сотрудников.* Во многих компаниях системы расчета заработной платы не позволяют переводить суммы заработной платы непосредственно на банковские счета сотрудников, в то время как все крупные поставщики предлагают эту услугу. Прямое зачисление на банковские счета особенно выгодно для

компаний, работники которых постоянно находятся в командировках и, следовательно, не могут получить заработную плату или зачислить ее на свой банковский счет.

- *Раскладывание чеков по конвертам.* Поставщик может автоматически упаковывать чеки в конверты и рассылать их сотрудникам компании, тем самым освобождая бухгалтерию от канцелярской работы.
- *Рассылка чеков по различным офисам компании.* Хотя большинство поставщиков не занимается рассылкой чеков отдельным работникам, они высылают пакеты с чеками в офисы компании для последующей выдачи сотрудникам.
- *Использование штампа-факсимиле для заверения чеков.* Поставщик ставит штамп-факсимиле с подписью должностного лица на всех чеках, освобождая это лицо от канцелярской работы.
- *Использование специальных и стандартных отчетов.* Большинство поставщиков услуг по расчету заработной платы составляет самые различные отчеты, удовлетворяя потребности большинства компаний. В случае необходимости компания может составить дополнительные отчеты, поскольку поставщик обычно обладает специальным инструментом для этой цели.
- *Использование плана 401 (k).* Некоторые поставщики услуг по расчету заработной платы могут автоматически вычитать средства из начисленной заработной платы сотрудников и от имени компании вкладывать их в пенсионный план 401 (k), тем самым избавляя служащих компании от значительного объема канцелярской работы, связанной с осуществлением этой функции.

Несмотря на внушительный список преимуществ, некоторые компании предпочитают не передавать функцию расчета заработной платы внешним поставщикам по одной или нескольким причинам, приведенным ниже:

- *Стоимость.* Поставщики услуг по расчету заработной платы могут обойтись очень дорого, если используются все возможные услуги, связанные с этой функцией. Типичный поставщик назначает сначала очень низкие расценки за основную услугу по печати чеков с заработной платой. Однако, как только компания заключит соглашение об оказании этого вида услуг, она обнаружит, что стоимость дополнительных услуг вскоре превысит плату за основное обслуживание. Например, дополнительные вознаграждения могут взиматься за автоматизированную процедуру заверения чеков с помощью штампа-факсимиле, упаковку их в конверты, рассылку по различным офисам, клиентский доступ к программному обеспечению поставщика или перечисление заработной платы на банковские счета сотрудников.
- *Проблемы при переносе информационной базы.* Чтобы сотрудники по-прежнему получали чеки с правильно начисленной заработной платой

и налоговыми вычетами, необходимо надлежащим образом перенести большой объем информации в базу данных поставщика. Если при передаче информации в базу данных поставщика возникают проблемы, то компания может настолько разочароваться в поставщике, что решит вернуться к выполнению функции собственными силами. Передача данных может стать настоящей проблемой также из-за того, что многие компании хотели бы перейти на аутсорсинг в начале календарного года, в результате чего на персонал поставщика, отвечающий за системный перевод данных, ложится большая нагрузка.

- *Выписка чеков вручную.* Сложно определить точную сумму налоговых вычетов, выписывая чек вручную. Однако многие фирмы, оказывающие услуги по расчету заработной платы, предлагают сегодня услугу автоматического исчисления налоговых вычетов, воспользоваться которой можно по телефону или через Интернет.
- *Отправка сведений для начисления заработной платы.* Поставщик услуги по расчету заработной платы не собирает сведения, необходимые для ее исчисления. Этим должна заниматься компания, организуя сбор и передачу поставщику данных для расчета заработной платы и налогов. Поскольку это может стать основным источником канцелярской работы при автоматическом расчете заработной платы, экономия расходов при использовании поставщика может оказаться невозможной. Однако эта проблема окажется не такой сложной, если большинство служащих компании получают твердый оклад, поскольку в этом случае объем данных об отработанном времени незначителен. Кроме того, некоторые поставщики предлагают табельные часы для считывания штрих-кода, которые встраиваются непосредственно в их программное обеспечение, в результате чего потребуется незначительный объем канцелярской работы.

Функцию учета налогов следует делегировать поставщикам в том случае, если компания недостаточно крупна, чтобы обеспечить полную занятость своего собственного налогового отдела. Эта функция часто разделяется на две части: составление отчетности по налогам, поступающим в бюджет штата и федеральный бюджет, поручается внешнему исполнителю, а отчетность по местным налогам ведется собственными силами. Причина такого разделения состоит в том, что многие фирмы, предоставляющие услуги по налоговому учету, специализируются на вопросах налогообложения штатов и федерального налогообложения, поскольку имеют свои собственные группы экспертов, консультирующих их по этим вопросам. Однако у них нет особых стимулов для изучения отдельных регионов, например, зон промышленного развития.

Как правило, компания поручает поставщику услуг составление финансовых отчетов в том случае, если собственная бухгалтерия недостаточно велика или компетентна, чтобы точно и своевременно выполнить эту работу.

Передача этой функции может оказаться целесообразной, если бухгалтерская фирма достаточна крупная, а ее сотрудники обладают глубокими знаниями всех требований к финансовой отчетности, особенно всех необходимых примечаний к ней. Часто в рамках этого подхода внешней фирме поручается проверка правильности составления финансовых отчетов, подготовленных персоналом компании, особенно в том случае, если компания является публичной и ее отчеты подаются в Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC), что требует глубоких знаний требований SEC к отчетности. Отрицательная сторона этого подхода заключается в том, что расценки бухгалтерских фирм за этот вид услуг, как правило, высоки. Таким образом, следует решить, стоит ли более высокое качество отчетности дополнительных расходов.

Преимущество использования поставщика услуг для управления пенсионным планом 401 (k) заключается в снижении объема канцелярской работы, связанной с отслеживанием вкладов для сотрудников. При этом расходы на эту функцию будут не постоянными (на содержание собственного штата), а переменными (на оплату персонала поставщика). Расходы становятся переменными, потому что большинство поставщиков услуг устанавливает расценки за управление каждым пенсионным вкладом. Например, может устанавливаться первоначальный сбор за открытие каждого пенсионного счета, вознаграждение за ежегодное обслуживание этого счета и вознаграждение за его закрытие. Стоимость услуг поставщика будет меняться пропорционально изменению численности сотрудников. Главный недостаток этого подхода состоит в риске найма плохого поставщика услуг, который будет неудовлетворительно управлять пенсионными вкладами сотрудников. Эту проблему можно частично решить, наведя справки и связавшись с самим поставщиком, чтобы получить подробную информацию о результатах его деятельности.

Обработка транзакций также может быть передана внешним исполнителям. Одно из преимуществ этого состоит в том, что поставщик услуг может обладать более глубокими знаниями о процессах мирового класса, что позволит ему обрабатывать трансакции быстрее служащих компании. Если функция обработки трансакций компании значительно рассредоточена, то поставщик сможет свести обработку трансакций различных офисов компании в одном месте с высокоэффективным управлением, что позволит уменьшить расходы. Кроме того, компания может заменить собственный менеджмент низкого уровня (предположительно) первоклассным менеджментом поставщика. Отрицательной стороной аутсорсинга обработки трансакций является его стоимость: если поставщики услуг не смогут использовать свои более глубокие знания для снижения расходов, они обойдутся компании дороже, чем при осуществлении этой функции собственными силами.

Управление денежными потоками также может быть передано внешним исполнителям. Одна из причин состоит в том, что компания вручную переводит денежные средства с одного счета на другой и вручную регистрирует эту информацию, в то время как банк может автоматически сводить остатки

денежных средств на различных счетах и переносить их на счет, приносящий процентный доход, совсем не прибегая к ручному вмешательству. Это позволит снизить постоянные затраты на содержание сотрудников компании, которые отслеживают движение денежных средств через счета компании, поскольку банк, за выполнение этой же услуги, взимает плату за каждую трансакцию. Кроме того, поскольку банк полностью автоматизирует этот процесс, риск возникновения ошибок при переводе средств с одного счета на другой значительно снижается. Единственный недостаток заключается в том, что компания будет вынуждена использовать один и тот же банк для обслуживания всех своих счетов и не сможет прибегнуть к услугам разных банков, чтобы заставить их конкурировать друг с другом, предлагая компании наиболее выгодные цены.

ПРЕДМЕТ И УСЛОВИЯ ДОГОВОРА

В этом разделе рассматривается ряд вопросов, которые должна учитывать компания, прежде чем подписывать договор с поставщиком о передаче бухгалтерского учета или управления финансами.

В договоре об оказании услуг по расчету заработной платы предметом переговоров может быть только цена, поскольку поставщик, оказывающий такого рода услуги, имеет тысячи клиентов и предпочитает использовать типовой контракт. Он не согласится обсуждать даже незначительные изменения договора для каждой компании и не позволит ей вносить их. Однако поставщики модифицировали свои компьютерные системы, чтобы устанавливать для каждой компании индивидуальные расценки, поэтому только цена является предметом переговоров. Цена обычно складывается из платы за расчет каждой заработной платы и фиксированной основной платы за различные услуги. Компания имеет широкие возможности для ведения переговоров, если в ней работает много людей, которым поставщик будет начислять заработную плату. Риск потери таких доходов обычно вынуждает поставщика снижать цены. Но у малой компании меньше шансов на успешный исход переговоров о снижении цен, поскольку она не имеет для этого рычагов воздействия.

В отношении договора на услуги по учету налогов предметом переговоров является цена и использование персонала поставщика. Любая фирма по оказанию услуг в области учета налогов, берет почасовую плату за выполненную работу, а затем предоставляет скидку по ряду причин. Поставщик может снизить эту почасовую ставку в результате переговоров или устанавливать фиксированную плату за базовый уровень выполненной работы, а почасовую плату брать за дополнительные услуги, которые выходят за пределы объема, оговоренного в договоре. Если тот или иной сотрудник поставщика особенно хорошо справляется с работой, то можно договориться о том, что всю рабо-

ту по учету налогов будет выполнять именно он, или, по крайней мере, компания оставит за собой право отказаться от услуг сотрудников персонала поставщика, если сочтет, что они недостаточно компетентны.

Договор об оказании услуг по управлению денежными потоками может вообще не иметь предмета для переговоров, — даже цены, не говоря уж о других условиях, — поскольку банки предоставляют эту услугу тысячам клиентов. Учитывая большое количество клиентов, банки не могут позволить себе даже незначительные отклонения в условиях договоров, и поэтому не предлагают никаких вариантов для обсуждения. Цены, как правило, фиксированы, поскольку при предоставлении этой услуги банк не может получить много прибыли от отдельного клиента. Только крупная компания, осуществляющая тысячи операций с денежными средствами, может иметь достаточно рычагов давления, чтобы добиться снижения цены.

При заключении договора на оказание услуг по взысканию дебиторской задолженности наибольшее внимание уделяется оплате. Обычное агентство по взысканию долгов требует значительного процента со всех денежных сумм, взысканных по счетам должников компании. Как правило, этот процент составляет от одной четверти до одной трети взысканной суммы. Если компания передает агентству по взысканию долгов значительный объем задолженности, то это может стать главным условием переговоров. Если цена слишком высока, то компания может обратиться к юридической фирме, чтобы взыскать крупнейшие долги за почасовую оплату. Другим предметом переговоров может стать разрешение агентству по взысканию долгов закончить работу по взысканию всей дебиторской задолженности, которая уже была передана ей, в случае, если компания решит отказаться от услуг этого агентства. В большинстве случаев агентство вправе завершить работу, поскольку оно уже приложило значительные усилия, пытаясь добиться уплаты по счетам. Если агентство по взысканию долгов является юридической фирмой, берущей почасовую оплату, то полномочие по взысканию дебиторской задолженности может быть отозвано в любое время.

В договоре об оказании услуг по внутреннему аудиту необходимо определить почасовую оплату, состав задействованных сотрудников, а также методологию, на которой будет основываться работа по внутреннему аудиту. Почасовая оплата является важным предметом переговоров, наряду со снижением цены в зависимости от примерного количества выделяемых сотрудников и времени года, когда привлекаются сотрудники поставщика. Поскольку большинство поставщиков, предоставляющих услуги по внутреннему аудиту, являются аудиторскими фирмами, они реже используют своих служащих летом и осенью, и более склонны к тому, чтобы предоставлять скидки именно в это время. Возможно, компания уже выработала свои четкие методы внутреннего аудита и желает, чтобы поставщик следовал им — как правило, это не является проблемой для поставщика. Однако типичный пункт договора, отражающий этот вопрос, как правило, позволяет поставщику ре-

комендовать изменения в методологии, чтобы обеспечить более полные результаты аудиторских проверок. Наконец, договор должен содержать пункт, позволяющий компании утверждать или отклонять кандидатуры сотрудников, назначаемых для аудита.

В договоре об оказании услуг по управлению пенсионными программами, как правило, предусмотрена фиксированная цена, однако возможны и другие варианты в зависимости от типов инвестиций, предлагаемых служащим. Обычно цена складывается из основной оплаты и оплаты с каждого пенсионного взноса, которые не являются предметом переговоров, если компания не имеет крупного пенсионного плана, что могло бы оказаться крайне выгодным для поставщика услуг. Более распространенный предмет переговоров — разработка поставщиком комплекса механизмов инвестирования: от консервативных до спекулятивных вариантов, которые предлагаются на выбор служащим компании.

Договор на оказание услуг по обработке трансакций содержит наибольшее количество пунктов, по которым можно вести переговоры. Один из них заключается в том, что компания должна настоять на том, чтобы основная оплата или оплата за каждую трансакцию распространялась на как можно больший объем услуг. В противном случае поставщик будет назначать более высокие расценки за дополнительные услуги. Если компания предоставляет поставщику своих сотрудников, то в договоре следует определить минимальный период времени использования этих сотрудников (чтобы обеспечить им гарантию занятности), или, по крайней мере, установить минимальное количество сотрудников, работающих у поставщика. Договор также должен определять минимальный период времени, в течение которого поставщик в праве привлекать ведущих специалистов к работе с компанией; в противном случае поставщики могут с выгодой для себя использовать предоставленных сотрудников для работы над проектами для других клиентов. Другой вопрос заключается в том, что компания должна контролировать результаты работы поставщика. Иногда, может показаться, что такой контроль не требуется, даже если он и позволяет сократить расходы, но иногда в силу политических причин внутри компании требуется сохранять принятые методы обработки трансакций. Если контроль окажется сложным предметом для переговоров, то компании можно пойти на компромисс и потребовать для себя право утверждения всех изменений в обработке трансакций, которые оказывают влияние на другие сферы деятельности компании.

ВОПРОСЫ, КОТОРЫЕ СЛЕДУЕТ УЧИТЫВАТЬ ПРИ ПЕРЕДАЧЕ ФУНКЦИЙ

В этой главе рассматриваются отдельные вопросы, связанные с передачей бухгалтерского учета внешним поставщикам. Первым шагом при передаче

расчета заработной платы должна стать встреча с поставщиком примерно за месяц до передачи (а если речь идет о передаче крупной или комплексной системы расчета заработной платы, то раньше). На этой встрече необходимо обсудить все основные сроки передачи и задачи, которые должна выполнить каждая сторона к этим срокам. Поскольку расчет заработной платы, как правило, осуществляется в режиме реального времени, начиная с первого дня года, очень важно точное соблюдение сроков, и потому первая встреча с поставщиком имеет большое значение. Если впоследствии возникнет потребность в различных дополнительных услугах, например, в автоматизированном подписании чеков, то сроки по ним также должны быть согласованы обеими сторонами на встрече. Следующий шаг состоит в передаче поставщику сведений обо всех работниках в конце года или незадолго до него. Это может потребовать перевода существующей электронной информации в формат, доступный для компьютерной системы поставщика, или повторного ввода данных служащими компании, ответственными за расчет заработной платы. Выполняя этот шаг, особенно важно выделить временные и человеческие ресурсы для проверки набранных данных, чтобы убедиться в отсутствии ошибок. Также следует предоставить достаточно времени на соответствующее обучение персонала, который будет постоянно заниматься вводом информации в систему расчета заработной платы. Представители поставщика также должны присутствовать во время первых нескольких занятий, чтобы убедиться, что все проблемы решены надлежащим образом.

Передача управления денежными потоками поставщику начинается с того, что консультационный отдел банка по управлению денежными потоками определяет, где следует открыть абонированные почтовые ящики. После этого компания поручает банку создать эти счета, и банк использует их для автоматического сведения кассовых поступлений на единый счет, обеспечивающий доход в виде процентов. Затем компания должна составить аудиторскую программу для проведения периодических проверок средств на каждом счете, чтобы убедиться, что кассовые остатки переводятся на инвестиционный счет. После выполнения этих действий компания должна разослать уведомления всем своим клиентам, сообщив им адрес ближайшего от них абонированного почтового ящика, на который они должны высылать денежные переводы. Наконец, компании следует выработать процедуру напоминания компаниям адреса для отправки платежей, поскольку многие игнорируют просьбы об отправлении денежных средств на абонированный почтовый ящик, продолжая высылать их по старому адресу.

Составление финансовой отчетности является одной из самой легких функций в плане передачи. Квалифицированный бухгалтер может составлять финансовый отчет непосредственно на основе главной бухгалтерской книги и добавлять примечания к финансовым отчетам на основании периодических опросов руководства компании. Единственные меры, необходимые в рамках передачи, — это тщательно согласовать с поставщиком процедуру сведения

итогов по отдельным счетам в статьи финансового отчета, а также проверить подготовленные поставщиком финансовые отчеты за несколько месяцев, чтобы убедиться, что они составлены надлежащим образом.

При передаче функции внутреннего аудита потребуется несколько дополнительных мер. Поскольку от квалификации аудиторов во многом зависит скорость выполнения работы и тщательность анализа, что необходимо для любой проверки, финансовый директор должен тщательно проверить квалификацию всех аудиторов, предложенных поставщиком услуг, и без колебаний отклонить кандидатуры недостаточно компетентных лиц. Работников поставщика необходимо детально ознакомить с методами и процедурами компании, организовать для них встречи с ведущими специалистами и подготовить для них стационарные рабочие места с офисным оборудованием. Это необходимо, чтобы обеспечить максимально эффективное выполнение аудиторами их обязанностей. Если компания желает, чтобы проверки осуществлялись по ее методике, она может обучить ей сотрудников поставщика. Это особенно важно в тех отраслях, для которых стандартная аудиторская программа неприменима. Например, игорный бизнес требует тщательных и частых проверок всех средств контроля операций с денежными средствами, чему в стандартной аудиторской программе уделяется недостаточное внимание. Финансовый директор и менеджмент фирмы-поставщика должны согласовать аудиторскую программу на следующий год. Финансовый директор осуществляет основной контроль над выполнением этого плана, а поставщик должен быть готов рекомендовать изменения, позволяющие повысить эффективность проверки и охватить как можно больше объектов контроля или более эффективно использовать специфические навыки специалистов поставщика. Также целесообразно организовывать периодические встречи, на которых аудиторы поставщика будут обстоятельно докладывать о проблемах, выявленных в ходе каждой проверки, а финансовый директор может просить провести дополнительные проверки на основании этих проблем или изменить график оставшихся аудиторских проверок из-за недостатка времени или ресурсов. Последним этапом может быть договоренность о других методах обучения будущих менеджеров компании, если аудит ранее использовался для этой цели.

Учет налогов также относится к тем функциям бухгалтерского учета, которые легче всего передавать внешним фирмам. В качестве поставщика услуг, как правило, выступает аудиторская фирма, уже обслуживающая компанию. В этом случае финансовому директору нужно просто поручить аудиторской фирме приступить к работе по учету налогов, поскольку она уже обладает всеми исходными документами, необходимыми для этого. Однако если финансовый директор выбирает для этой работы другого поставщика, а не свою аудиторскую фирму, то компания должна запросить у аудитора письменное разрешение на копирование документов по аудиту и отправку их новому поставщику. Хотя большинство фирм, предоставляющих услуги по учету

налогов, достаточно квалифицированны, чтобы не совершать ошибок, многие компании проверяют налоговую отчетность, которую они составили, прежде чем отправлять их государственным органам.

Самая сложная для передачи бухгалтерская функция — обработка трансакций, поскольку здесь задействовано большое число работников, требуется приобретение индивидуального программного обеспечения и обучение сотрудников поставщика, а также существует риск возникновения сбоев во время выполнения задачи. Но если передача этой функции осуществлена надлежащим образом, то клиенты компании не заметят никаких изменений в расчетных услугах. Первая задача в этой области — передать поставщику работников компании. Поскольку поставщика могут не устроить отдельные работники, важно научить новый штат использовать систему обработки трансакций компании. В процессе обучения может участвовать и команда менеджеров поставщика, который может и не нанять менеджеров компании, ответственных за эту область деятельности. Если поставщик решит разместить оборудование вне офиса компании, то, возможно, понадобится переносить туда существующее аппаратное и программное обеспечение. В качестве альтернативного решения можно загрузить программные средства компании и основанные на них базы данных в уже существующую компьютерную систему поставщика. В любом случае компания должна передать поставщику права на использование пакета программ для обработки трансакций, из-за чего, возможно, понадобится уплатить значительную сумму поставщику программного обеспечения. Прежде чем переходить к обработке реальных трансакций, поставщик услуг должен обработать ряд пробных трансакций, чтобы убедиться, что система функционирует надлежащим образом.

Передача управления пенсионными программами начинается с отправки новому поставщику сведений о счетах каждого участника пенсионного плана. Поскольку текущий поставщик может обладать самыми последними формами подачи этой информации, то, возможно, понадобится, получение письменного разрешения для предоставления ее новому поставщику. Эти сведения необходимо загрузить в базу данных поставщика и проверить ее достоверность. Затем компания должна передать поставщику все остатки на счетах. Если средства вкладываются в государственные ценные бумаги или частные фонды, то лучше всего передать полномочие на инвестирование этих денег новому поставщику, не изымая при этом средств. Однако если новый поставщик содержит свои собственные средства в том же месте, куда должны быть вложены деньги компании, тогда средства следует изъять у первоначального поставщика и передать новому поставщику для реинвестирования. Во втором случае все участники пенсионного плана должны выбрать новые механизмы инвестирования своих средств, если в качестве пенсионного плана используется 401 (k), согласно которому работники сами принимают решения об инвестировании. Эта канцелярская работа должна выполняться новым поставщиком, который распределяет переданные средства в соответствии с

различными механизмами инвестирования. Отделу по работе с персоналом компании следует передать достаточное количество инвестиционных бланков поставщика вместе с инструкциями по их заполнению. Необходимо постоянно добавлять эти бланки, чтобы работники могли присоединиться к плану или выйти из него, или же изменить набор инвестиции или объем вложенных средств. Поставщик, как правило, имеет свое запатентованное программное обеспечение, которое он предоставляет компании для ввода новых сведений о пенсионных вкладах всех работников после каждого периода платежа. Работников, осуществляющих ввод данных, следует научить пользоваться этим программным обеспечением, организуя практические занятия с пробным вводом данных. Наконец, после первых нескольких месяцев работы рекомендуется внимательно изучить все пенсионные отчеты на каждого работника, чтобы убедиться, что все сведения точно переведены в базу данных нового поставщика.

КОНТРОЛЬ НАД РАБОТОЙ ПОСТАВЩИКА УСЛУГ

Этот раздел посвящен различным методам контроля, которые может использовать компания, чтобы убедиться, что поставщики выполняют свои бухгалтерские функции максимально эффективно. Большинство компаний не обладают ресурсами для осуществления всех видов контроля, перечисленных в этом разделе, но набор используемых методов должен быть достаточно эффективным, чтобы надлежащим образом контролировать все фирмы, оказывающие компании услуги по ведению бухгалтерского учета.

Главным объектом контроля является внутренний аудит. Группа внутренних аудиторов должна следовать программе аудита, основанной на проведении регулярных проверок всех видов деятельности поставщика услуг, чтобы тот знал, что его могут проверить хотя бы раз в год. Типичными целями аудиторских проверок являются следующие:

- Убедитесь, что на счетах поставщика имеются подписи и указаны объемы заказа.
- Убедитесь, что авансовые отчеты утверждены и расходы на сумму 25 долл. и выше подтверждены документально.
- Убедитесь, что вся дебиторская задолженность утверждена.
- Убедитесь, что суммы налога с продаж в счетах начислены правильно.
- Убедитесь в своевременной отправке счетов.
- Убедитесь, что все налоги с заработной платы удержаны.
- Убедитесь, что налоговые декларации не содержат ошибок.
- Убедитесь, что финансовые отчеты и пояснения к ним не содержат ошибок.
- Убедитесь, что денежные средства переносятся с абонированных почтовых ящиков на счета, приносящие процентный доход.

После того как аудиторская группа завершит программу проверки поставщика услуг, она должна обсудить все выявленные проблемы с менеджерами поставщика, чтобы убедиться, что все замечания соответствуют действительности, и только затем встретиться с руководством компании и представить ему все замечания и рекомендации. Очень важно решить вопрос о передаче аудиторской группы в распоряжение внешнего исполнителя. Если компания передает эту важнейшую функцию внешней аудиторской фирме, то ей не следует передавать другие функции бухгалтерского учета — в противном случае аудиторская группа будет проверять результаты работы своего собственного работодателя, и независимая проверка в этом случае невозможна.

Премии и штрафы являются наиболее эффективным способом управления поставщиками услуг. Для начала компания должна определить целевые задачи, которые должны выполнить поставщики. Они должны быть согласованы с поставщиками заранее, чтобы в будущем не возникло противоречий относительно сути каждой цели, критерия оценки, круга лиц, которые будут оценивать работу, а также размера премий или штрафов, устанавливаемых на основе этих оценок. Именно компания, а не поставщики, должна осуществлять эту оценку, чтобы у поставщиков не возникало соблазна исказить результаты своей работы. Если штрафы или премии, устанавливаемые в соответствии с оценкой, слишком велики, то ее результаты должны быть представлены поставщикам во время официальных встреч, чтобы они высказали свое мнение. Зная, что они могут получить или потерять значительные суммы вследствие оценки результатов, поставщики будут стремиться к улучшению своей работы.

В бюджете необходимо выделить отдельную статью, которая отражает стоимость услуг каждого поставщика. Если информация такого рода упоминается в ежемесячных финансовых отчетах, то руководящие работники компании получают ясную картину о стоимости услуг каждого поставщика и изменениях этой стоимости относительно бюджета. Если в финансовых отчетах отражается значительный перерасход средств, то менеджмент должен принять меры, чтобы снизить их — либо путем переговоров уменьшить объем услуг, либо сменить поставщика.

Наконец последним методом контроля является проведение регулярных совещаний по ходу выполнения работ. Они необходимы для обсуждения результатов внутренних аудиторских проверок, контроля за достижением поставленных целей и устранения всех проблем, возникших со времени последней встречи. Следует заранее составить повестку дня и строго следовать ей, чтобы охватить все главные сферы деятельности. Компания должна назначить секретаря совещания для ведения протокола и рассылки его участникам и требовать от главных представителей с каждой стороны подписать протокол совещания, как точный документ (или изменить его насколько необходимо и затем подписать). Этот протокол необходимо вести на случай, если в будущем возникнут разногласия относительно договоренностей,

эта сумма может быть оплачена за счет доходов, полученных от свободных кассовых остатков, оплата все же назначается и должна проверяться в том случае, если компания решит изъять свободные кассовые остатки, что приведет к необходимости реальной оплаты. Сведения, необходимые для проведения этой оценки, можно легко найти в ежемесячных отчетах банка. Более важно следить за оплатой, устанавливаемой за каждую трансакцию, чем за общей оплатой, поскольку последняя может быть искажена из-за объема трансакций.

Взыскание дебиторской задолженности

- *Полученная доля от переданной суммы задолженности.* Главной оценкой эффективности любого агентства по взысканию долгов является денежная сумма, взысканная с переданных счетов. Агентство считается неэффективным, если оно не может взыскать хотя бы часть переданной ему дебиторской задолженности. Поскольку компания стремится сотрудничать только с теми агентствами, которые способны перевести как можно большую часть дебиторской задолженности в денежные средства, именно это является главным критерием для оценки эффективности их работы. Для подсчета необходимо разделить общую сумму денежных средств, полученных от агентства, на общую сумму переданной дебиторской задолженности. Поскольку может существовать значительный временной промежуток между моментом, когда агентство получило счета, и моментом поступления денежных средств, эту оценку рекомендуется проводить каждый год, чтобы более точно согласовывать приток и отток средств.

Финансовая отчетность

- *Точность учета начисленных платежей.* Большинство поставщиков часто берут у компании набор отчетов и на их основе составляют финансовые отчеты, не интересуясь записями в бухгалтерской книге, например, начисленными платежами (accruals). Однако для тех, кто занимается этим, очень важно, чтобы эти платежи были правильно учтены. Неточный учет приводит к искаженным финансовым отчетам, причем не только за месяц, когда эти платежи учитываются, но и за месяц, когда они покрываются реальным движением денежных средств. Оценка этой деятельности осуществляется группой внутренних аудиторов, которая периодически проверяет расчеты, используемые для каждого вида начисленных платежей, а затем сравнивает их со своими собственными расчетами. Чистое отклонение между двумя наборами начисленных платежей представляет собой процент неточности начисленных платежей у поставщика.

- *Процент существенных ошибок в отчете.* Поставщик должен уметь на основе отчетов компании составлять набор точных финансовых отчетов. Любые существенные ошибки в цифрах или примечаниях к финансовым отчетам могут вызвать проблемы у компании, поскольку кредитные и инвестиционные организации, а также органы государственного регулирования полагаются на эти сведения. Проведение оценки в этой области может оказаться сложной задачей. Группа внутренних аудиторов должна периодически проверять отчеты на наличие существенных ошибок, разбирать все замечания и взаимные обвинения между компанией и поставщиком относительно причин ошибок, определять степень неточности финансовых отчетов и выводить процент неточных сведений на основании того, насколько указанная прибыль отличается от реального показателя. Если проблема заключается в примечаниях, то оценка должна носить качественный характер и проявляться в форме обсуждения, в результате чего эти примечания оказались неточными.
- *Время отправки отчетов.* Поставщик может промедлить с подготовкой и отправкой финансовых отчетов компании. Это может стать серьезной проблемой для Комиссии по ценным бумагами и биржам (SEC), банков и инвесторов, которые нуждаются в своевременном поступлении этой информации. Банки часто требуют, чтобы финансовые отчеты поступали к определенным датам, т. к. не будет финансового отчета, не будет и кредита. Чтобы провести оценку в этой области, определите лицо, которому поставщик должен высылать финансовые отчеты, и попросите это лицо вести подсчет дней с завершения отчетного периода и до получения отчета.

Внутренний аудит

- *Расходы на аудит.* Поставщики услуг по внутреннему аудиту обычно обходятся гораздо дороже, чем служащие компании. Однако это не должно быть критерием для оценки эффективности этого поставщика. Благодаря более высокому уровню знаний и опыту многих служащих поставщика, внутренний аудит будет проводиться достаточно быстро и вносить больше предложений о различных улучшениях. Поскольку ценность этих рекомендаций достаточно сложно оценить в количественном плане, лучше оценить работу поставщика на основе стоимости аудита (который отражен в его счетах, выставленных компании), а затем проанализировать эту информацию вместе с примерной оценкой ценности предложенных рекомендаций.
- *Процент выполненных аудиторских проверок.* Когда компания обращается к поставщику с поручением провести серию внутренних проверок, он обычно начинает с составления аудиторского плана на будущий год.

Если поставщик не может провести все запланированные проверки, его работа считается неэффективной, и он может быть заменен другим поставщиком, способным на эту работу. Провести оценку в этой области довольно легко: общее количество проведенных проверок (ими считаются только те проверки, акты которых подписаны обеими сторонами) следует разделить на общее количество проверок, указанных в годовом аудиторском плане.

Инвестиции

- *Правильное ведение торговых операций с ценными бумагами.* Если компания поручает поставщику услуг осуществлять для нее все операции с ценными бумагами, то ей необходимо получить определенные гарантии того, что эти операции ведутся надлежащим образом. Например, полномочия на покупку или продажу определенных облигаций или акции должны быть реализованы в точности. Группа внутренних аудиторов компании или штатный сотрудник могут регулярно оценивать этот вид деятельности, сравнивая документы компании о передаче конкретных полномочий по ведению торговых операций с периодическими отчетами поставщика, показывающими фактические результаты. Любые проблемные тенденции должны вести к незамедлительному обсуждению их с поставщиком, если не к его немедленному увольнению. Компания не должна нести риск из-за вложения средств в сомнительные инструменты инвестирования.
- *Комиссия брокера в процентах от вложенной суммы.* Компания, осуществляющая большое количество торговых операций с ценными бумагами, должна вести переговоры о более выгодном для себя размере комиссии за брокерские услуги. Компаниям с небольшим объемом торговых операций, возможно, придется платить по более высоким ставкам, поскольку у поставщика нет стимула снижать их, чтобы сохранить этих клиентов. Комиссия брокера обычно указывается в периодически выставляемых брокерских отчетах. Если ее нет, то поставщик, возможно, скрывает чрезмерные размеры комиссии. Если поставщик не склонен менять формат отчета, то компании имеет смысл перейти на обслуживание к более открытому поставщику.

Расчет заработной платы

- *Доля оплаты за дополнительные услуги.* Поставщик услуг по расчету заработной платы любит завоевывать бизнес, устанавливая низкую оплату за основные услуги, поскольку компании принимают решение о заключении договора с поставщиками как раз на основе этой первоначальной оплаты. Но затем поставщики устанавливают высокую оплату за все дополнительные услуги, которые компания запрашивает после

подписания договора, когда она уже «попала в ловушку». Компания должна отделить эти дополнительные гонорары от основных, чтобы увидеть величину дополнительных расходов. Для расчета показателя следует разделить совокупные дополнительные выплаты за отчетный период на общие выплаты за этот период.

- *Доля заработных плат, доставленных по правильным адресам.* Одной из услуг, оказываемой поставщиками, осуществляющими расчет заработной платы, является отправка заработной платы в различные офисы компании к расчетному дню, обычно, с использованием ночной доставки. Если заработная плата направлена на неправильный адрес или теряется, могут возникнуть серьезные проблемы с персоналом (поскольку работники не получат вовремя заработную плату). Поэтому важно провести оценку и в этой области. Для этого следует подсчитать общее количество случаев, когда заработная плата не доходила до адресата, и разделить это число на общую сумму отправок заработной платы за отчетный период. Никаких трудностей при сборе информации о пропавшей заработной плате возникнуть не должно — работники компании очень быстро доведут эту проблему до вашего сведения.
- *Своевременность уплаты налогов с заработной платы.* Одна из основных задач поставщика — платить все налоги с заработной платы по поручению нанимателя. Это значительно снижает трудозатраты и риск штрафных санкций в случае неуплаты. Несложно провести оценку в этой области, поскольку правительство сообщает компании обо всех просроченных платежах. Если таких уведомлений нет, это значит, что поставщик вовремя перечислил налоги. Для оценки следует просто разделить общее количество случаев неуплаты налогов на число заработных плат в год, чтобы определить средний показатель своевременности при уплате налогов на заработную плату.
- *Гонорар за расчет одной зарплаты.* Услуги поставщика по расчету заработной платы оплачиваются на основе двух частей: удельной стоимости расчета одной заработной платы и постоянных издержек, не связанных с количеством служащих в компании. Основная часть гонорара основана на оплате за расчет каждой заработной платы, и, следовательно, можно легко определить стоимость этой услуги в расчете на одну единицу. Большинство поставщиков услуг по расчету заработной платы высылают очень подробные счета после начисления каждой заработной платы, поэтому сведения, необходимые для оценки, легко доступны. Для расчета сложите все выплаты за расчет каждой начисленной заработной платы. Сюда могут относиться выплата за подготовку чеков, укладку чеков в конверты, дополнительные расчеты отпускных или взносов в пенсионный план 401 (k), а также телеграфные переводы. Все эти платежи за расчет каждой заработной платы следует суммировать, чтобы

получить плату за трансакцию на каждого человека. Затем общую сумму следует разделить на общее число работников, которым за данный период начислялась заработная плата, чтобы получить стоимость расчета каждой заработной платы. Если компания выдает разные заработные платы с различной периодичностью (например, раз в неделю или два раза в месяц), следует осуществить пересчет стоимости в годовом исчислении, чтобы надлежащим образом отразить в учете стоимость расчета всех заработных плат.

Пенсии

- *Доходность вложений.* Обычный пенсионный план позволяет участнику выбирать среди множества фондов, каждый из которых имеет разные уровни доходности и риска. В значительной степени, поиск желаемой доходности — это забота участника, а не поставщика услуг. Однако работа поставщика по управлению средствами может оказаться неудовлетворительной, или же он может удерживать слишком большую часть от каждого вложения в качестве оплаты за управление, что приведет к низкой доходности. В этом случае имеет смысл обратиться к новому поставщику услуг по управлению пенсионными планами. Для проведения оценки следует попросить поставщика предоставлять квартальные отчеты о доходности каждого фонда в рамках пенсионного плана.
- *Своевременное перечисление средств.* Поставщики услуг по управлению пенсионными планами ответственны за перевод средств на счета участников плана. Эти выплаты обычно поступают напрямую от поставщика к участнику, поэтому компании сложно определить, существуют ли проблемы, связанные с несвоевременным переводом средств. Но если по этому поводу возникают жалобы со стороны работника, то это может стать основанием для проведения дальнейшего расследования.
- *Своевременная рассылка отчетов.* Большинство поставщиков услуг по управлению пенсионными планами предоставляют участникам квартальные инвестиционные отчеты. Менеджер-координатор компании, отвечающий за пенсионные планы, получит много жалоб от служащих, если эти отчеты не будут предоставлены вовремя, поскольку работники желают знать о своих доходах, полученных за последний квартал. Кроме того, поставщик, не способный вовремя подготовить этот простой отчет, может иметь и другие административные проблемы, связанные с отслеживанием инвестиций. Поэтому несвоевременное предоставление отчетов может быть признаком наличия других проблем у поставщика. Оценка в данной области проводится путем сравнения фактической даты получения отчетов и даты, когда они должны быть представлены.

Налоги

- *Отсутствие штрафов.* Одна из главных причин передачи внешнему исполнителю составления налоговой отчетности компании заключается в стремлении избежать налоговых штрафов. Эти штрафы могут быть вызваны либо несвоевременной подачей налоговых деклараций, либо предоставлением неправильных деклараций. В обоих случаях компании приходится платить штраф. Для оценки следует просто подсчитать общее количество всех штрафов и связанных с ними выплат налоговым органам за данный период времени. Если руководство компании обнаружит, что оплата, устанавливаемая поставщиком, и сумма налоговых штрафов превышает расходы, которые компания несла при самостоятельном составлении налоговых деклараций, то, возможно, следует обратиться к новому поставщику.
- *Своевременная подача деклараций.* Поставщик должен вовремя подавать все налоговые декларации. Подача деклараций от имени компании в нескольких штатах, в том числе и квартальных деклараций различных видов, а также налоговых деклараций федеральному правительству — довольно сложная задача. Однако, несмотря на ее объем, поставщик несет ответственность за своевременную отправку всех налоговых деклараций. В противном случае, компании придется платить штраф за задержки. Оценку в этой области провести несложно, поскольку различные органы государственной власти сообщат компании в случае задержки декларации — обычно они высылают уведомление о штрафах. Чтобы определить долю несвоевременно поданных деклараций, следует разделить их количество на общее число деклараций. Правда, здесь следует учитывать одно обстоятельство: поставщик, составляющий налоговые декларации, может задержать подачу ряда незначительных деклараций, но своевременно отправлять более важные декларации о подоходном налоге. В этом случае следует учитывать важность несвоевременно поданных деклараций.

Трансакции

- *Среднее время обработки отчетов служащих о расходах.* Одним из наиболее чувствительных участков бухгалтерского учета является проверка и утверждение отчетов служащих о расходах и выплаты в соответствие с этими отчетами. Если выплаты работникам производятся неправильно или несвоевременно, то они будут испытывать большее волнение, чем при наличии проблем в любой другой области бухгалтерского учета — ведь речь идет об их деньгах. Этой проблемы можно избежать, периодически проверяя период времени с момента сдачи работником отчета о расходах и до момента выплаты. При этом можно применить метод случайной выборки: либо выборочно проверить отчеты и отсле-

дить время, которое понадобилось для выплаты, либо поручить группе аудиторов проверить платежные документы поставщика услуг, чтобы определить среднее время от сдачи отчета и до выплаты денег.

- *Среднее время исправления ошибок.* Как только ошибка найдена, очень важно исправить ее как можно скорее. В противном случае, соответствующие документы сдаются в архив и становятся менее доступными для анализа и исправления. Эта ошибка может привести к сложным проблемам через какое-то время, а их решение потребовать значительных усилий — очевидно, труднее всего избежать недовольства партнеров по бизнесу. Оценку в этой области провести довольно сложно, поскольку поставщик услуг по обработке трансакций, может легко утаить наличие ошибок или скрыть объем времени, который он затратил на их устранение. Лучший подход — либо довериться поставщику при проведении оценки, либо послать группу аудиторов. Аудиторы могут обнаружить признаки исправления ошибок, просмотрев записи в бухгалтерских книгах, или необычные дебеты, или кредиты в книгах кредиторской или дебиторской задолженности — они обычно добавляются к записям, чтобы устранить имевшуюся проблему.
- *Стоимость обработки одной трансакции.* Стоимость услуг поставщика по обработке трансакций может значительно варьироваться в зависимости от количества обработанных трансакций. В том месяце, когда требуется обработать много счетов-фактур или оплатить по многим счетам, расходы поставщика значительно возрастают. Однако не стоит следить за общей стоимостью услуг поставщика, поскольку она зависит от объема обрабатываемых трансакций. Вместо этого следует использовать стоимость одной трансакции. Эта стоимость не сильно варьируется, если не существует значительного изменения объема трансакций. Стоимость легко узнать из счетов поставщика, при этом нужно отслеживать тенденцию, чтобы выявить любые изменения стоимости одной операции.
- *Частота возникновения ошибок при обработке трансакций.* Очень дорого использовать персонал для нахождения и устранения проблем, вызванных ненадлежащей обработкой трансакций. Это может также вызвать недовольство клиентов, которым выписан неправильный счет, или поставщиков, которым заплатили в неполном объеме. Чтобы определить масштабы этой проблемы, компания должна составить план периодических проверок всех обработанных трансакций, чтобы определить процент ошибок в таких областях, как выписывание счетов, сверка кредиторской задолженности и налоговые ставки по выписанным счетам.
- *Процент использованных скидок за раннюю оплату.* Любой поставщик услуг, который берет на себя управление кредиторской задолженностью, должен достаточно быстро обрабатывать платежи, чтобы воспользоваться всеми скидками за раннюю оплату. В противном случае расходы

компании, которые она понесет в связи с неиспользованными скидками, будут больше, чем она сэкономит при использовании поставщика. Самый легкий способ оценки в этой области заключается в том, чтобы поручить поставщику составлять ежемесячный отчет с перечнем всех произведенных платежей и платежей со скидкой. Затем аудиторская группа может выборочно проверить указанные в этом списке платежи, чтобы убедиться в том, что были использованы все скидки, а также в том, что все платежи, произведенные за месяц, перечислены в этом отчете. Эта проверка позволит убедиться, что указанный в отчете процент использованных скидок является правильным.

- *Своевременность обработки трансакций.* Некоторые трансакции необходимо обрабатывать своевременно, в противном случае они отрицательно воздействуют на движение денежных средств компании. К таким трансакциям относится, прежде всего, выписывание счетов, которое должно проводиться каждый день во избежание снижения притока денежных средств со стороны клиентов. Группа внутренних аудиторов может проверить эту область деятельности, сравнив поступление к поставщику документации для обработки трансакций (с датой получения, которая должна стоять на документе поставщика) с датой выполнения трансакции.

Оценки, приведенные в этом разделе, касаются, главным образом, своевременности, точности и стоимости каждой области бухгалтерского учета, т. е. всего того, что относится и к бухгалтерии компании. Хотя одновременное проведение всех этих оценок потребует значительного сбора информации и анализа. Даже частичное использование оценок будет эффективным средством контроля над областями бухгалтерского учета, переданными внешним исполнителям.

УПРАВЛЕНИЕ ПОСТАВЩИКАМИ УСЛУГ

Передача бухгалтерского учета внешним исполнителям почти всегда происходит поэтапно: сначала перед поставщиком ставится одна задача, затем следует продолжительный испытательный срок, и только потом ему определяется другая задача. Редко бухгалтерский учет передается внешнему исполнителю в полном объеме. Напротив, ряд ключевых функций, таких как калькуляция себестоимости и финансовый анализ, компания всегда оставляет за собой. Это означает, что главный бухгалтер также должен оставить управление оставшимися функциями в своих руках. Как правило, главный бухгалтер компании (обычно это контролер) проверяет деятельность поставщиков услуг, связанную с бухгалтерскими проводками, внутренним аудитом (хотя этим может заниматься финансовый директор или ревизионная комис-

сия при совете директоров), взысканием дебиторской задолженности, финансовой отчетностью, учетом налогов и расчетом заработной платы. Кроме того, казначеи компании должен проверять деятельность поставщиков услуг по управлению инвестициями, денежными потоками и пенсионными планами. В небольшой компании, где нет казначея, поставщиков услуг, выполняющих эти функции, обычно проверяет контролер. Положения его должностной инструкции в части, касающейся аутсорсинга, приведены в табл. 19.1.

Таблица 19.1. **Должностная инструкция контролера, касающаяся аутсорсинга**

Должность сотрудника Контролер

Подотчетен. Финансовому директору

Обязанности.

- Подписывает все соглашения с различными поставщиками услуг по ведению бухгалтерского учета
- Выделяет средства для расчетов с поставщиками.
- Сравнивает фактическую стоимость услуг поставщиков с суммами, указанными в договорах, для определения причин расхождений и обсуждения этих проблем с поставщиками.
- Оценивает качество предоставляемых услуг во всех областях бухгалтерского учета и решает все проблемы, связанные с этим.
- Утверждает движение денежных средств между счетами.
- Утверждает передачу значительного объема дебиторской задолженности агентствам по взысканию долгов
- Проверяет и утверждает все финансовые отчеты, составленные поставщиками.
- Проверяет и утверждает налоговые декларации, составленные поставщиками.
- Утверждает программу внутреннего аудита и анализирует замечания, выявленные в ходе аудиторских проверок.
- Утверждает инвестиционные критерии.
- Управляет процессом передачи функций поставщикам.
- Управляет всеми областями бухгалтерского учета, которые остаются внутри компании.

РАЗРЫВ ОТНОШЕНИЙ С ПОСТАВЩИКАМИ

За некоторыми исключениями компания может довольно легко расторгнуть договор аутсорсинга бухгалтерского учета, поскольку речь идет о небольших вложениях поставщика, а передача персонала и основных средств носит незначительный характер. В этом параграфе рассматриваются области, где этот процесс протекает не так легко, а также способы решения возникающих проблем.

Одной из самых сложных областей является управление пенсионными планами, поскольку поставщик несет значительные расходы по зачислению

работников в инвестиционные фонды и занесению их в автоматизированные системы учета активов. Если компания прекращает отношения с поставщиком после короткого периода времени, то он, вероятно, не получит никакой прибыли, поскольку он начинает получать прибыль лишь после того, как начальные затраты покрываются оплатой за периодическое обслуживание. Может пройти больше года, прежде чем поставщик услуг по управлению пенсионными планами начнет получать прибыль. Поэтому поставщики предпочитают устанавливать вознаграждение за управление каждым вкладом и единовременный сбор в случае расторжения договора, чтобы удержать клиента или компенсировать свои расходы, если компания все-таки откажется от его услуг, несмотря на эти выплаты.

В случае отказа от услуг агентства по взысканию долгов, компания обычно позволяет ему завершить работу по взысканию всей дебиторской задолженности, которая уже была передана к этому моменту. Это предотвратит жалобы со стороны агентства, что компания пытается избежать уплаты вознаграждения за ту задолженность, которую агентство уже почти взыскало. Если компания считает, что агентство по взысканию долгов должно немедленно прекратить всю работу от ее имени, тогда одно из возможных решений — выплатить указанное в договоре вознаграждение в обмен на возвращение дебиторской задолженности, которую не успели взыскать. Размер этого вознаграждения должен быть определен в первоначальном договоре с агентством во избежание будущих споров по этому поводу.

Довольно легко расторгнуть договор об оказании услуг по расчету заработной платы, но финансовый директор должен учесть все сопутствующие обстоятельства, прежде чем пойти на это. Главная проблема заключается в собранной информации о налогах и заработной плате. Если отдельный поставщик собирает всю эту информацию за весь календарный год, он согласится заполнить для компании формы W-2 на ее служащих в конце года. Однако если поставщик вел расчет заработной платы не весь год, он либо не сможет гарантировать точность форм W-2, либо вообще не согласится заполнять эти формы. Это означает, что компании придется вручную заполнять формы W-2 в конце года, а это может потребовать значительных затрат труда, если в компании много служащих. Во избежание этой проблемы лучше всего менять поставщиков услуг по расчету заработной платы в конце календарного года, когда вся информация о заработной плате и налогах собрана и может быть сведена в формы W-2.

Наиболее сложно расторгнуть договор об оказании услуг по обработке трансакций, поскольку поставщик мог уже нанять персонал компании и закупить компьютерное оборудование, и хочет, чтобы все это окупилось. Если компания не желает снова нанимать своих работников, которых она предоставила поставщику, возможно, ей придется вести переговоры о частичной оплате их выходных пособий. Компании также необходимо выплатить стоимость оборудования, ранее купленного у нее поставщиком. На этот случай

должен быть предусмотрен отдельный пункт в первоначальном контракте, указывающий цены, по которым будет выкупаться оборудование. Возможно, компании также придется отозвать лицензию на программное обеспечение по обработке трансакций, которое приобрел поставщик. Вся информация о трансакциях также должна быть возвращена компании. При этом следует внимательно проверить, не осталось ли необработанных трансакций по кредиторской или дебиторской задолженности.

Отказ от банковских услуг по управлению денежными потоками часто оказывается гораздо сложнее, чем поначалу ожидала компания. Проблема состоит в том, что компания зашла довольно далеко, сообщив всем своим клиентам правильный адрес ближайшей абонированной банковской ячейки, на которую они должны высылать свои платежи. Когда эти абонированные банковские ячеики закроются вследствие расторжения договора, клиенты обнаружат, что их платежи возвращаются им обратно. Тогда клиентам придется звонить в компанию, чтобы узнать новый почтовый адрес. Эта проблема замедляет скорость поступления денежных средств и может потребовать привлечения дополнительного долга для преодоления периода замедленных денежных потоков. Одним из способов решения этой проблемы является сохранение абонированных банковских ячеек в течение значительного времени после того, как компания перейдет на обслуживание в новый банк, что позволит избежать возврата платежей клиентам. Другой вариант — уведомить клиентов задолго до закрытия всех абонированных банковских ячеек, чтобы они знали, куда отправлять платежи. Лучше всего использовать оба варианта.

ВЫВОДЫ

Аутсорсинг бухгалтерского учета носит уникальный характер, поскольку существует много функций, которые можно передать внешним исполнителям. Ни один поставщик услуг не сможет выполнить их все, но можно согласованно использовать нескольких поставщиков для передачи им практически всех функций бухгалтерского учета из бухгалтерии компании. Жесткий контроль со стороны финансового директора и тщательно спланированная им, поэтапная передача этих функций имеют ключевое значение для успешного аутсорсинга бухгалтерского учета.

ГЛАВА 20

ПЕРЕДОВЫЕ БУХГАЛТЕРСКИЕ ПРИЕМЫ*

Все бухгалтерские процессы могут быть тем или иным образом улучшены для повышения общей эффективности работы бухгалтерии. Такие улучшения называются передовыми приемами (best practices). Они могут начинаться с таких простых приемов, как создание штампа-факсимиле** для повышения скорости подписывания чеков, и заканчиваться установкой передовых систем управления документооборотом, которые позволяют предотвратить большинство проблем, связанных с оперативным учетом. Описание всех передовых приемов потребовало бы целой книги (и она существует: полное изложение этой темы см. в: Bragg, *Accounting Best Practices*, Wiley: 2001). В данной главе описаны наиболее распространенные передовые приемы, которые сгруппированы по их функциональному назначению, а также представлено графическое изображение приблизительных затрат и времени, необходимых для внедрения каждого из этих приемов. Любой передовой прием, требующий больших расходов, обозначен внизу тремя пачками денег, а менее дорогостоящие методы отмечены соответственно меньшим количеством пачек. По аналогии с этим приемы, требующие продолжительного времени внедрения, обозначены внизу тремя будильниками, а приемы с более коротким сроком освоения отмечены меньшим числом будильников.

ПЕРЕДОВЫЕ ПРИЕМЫ

- *Кредиторская задолженность: прием счетов через систему электронного обмена данными (EDI).* Многие крупные компании с передовыми компьютерными системами бухучета предпочитают выписывать счета своим клиентам через систему электронного обмена данными (EDI), а не отправлять бумажные счета, поскольку такой подход позволяет повысить скорость трансакций и сократить расходы. Для приема этих

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002), chapter 22.

** В РФ запрещено. — *Прим. ред*

счетов компания может изменить свои внутренние системы, создав интерфейс между системой бухгалтерского учета и пакетом программ для приема счетов через систему EDI. Благодаря этому входящая трансакция EDI будет отправляться прямо в систему бухгалтерского учета в соответствующем формате и операторам не нужно вводить эти данные вручную. Хотя такой метод очень эффективен для ввода счетов поставщиков, создание индивидуального интерфейса является как длительным, так и дорогостоящим процессом.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Кредиторская задолженность: проверка отчетов о расходах.* Вместо того, чтобы проверять каждую статью всех предоставляемых отчетов о расходах, главный бухгалтер может составить план выборочного аудита небольшого числа отчетов. Этот аудит будет указывать на проблемы, которые могут существовать в других, непроверенных отчетах. Если такие проблемы есть, то масштаб аудита может быть расширен, или же бухгалтеры могут сосредоточиться на проблемах, вскрытых в более широкой выборке отчетов о расходах. Кроме того, если при проверке определенных сотрудников постоянно выявляются проблемы, то можно запланировать полную проверку их отчетов о расходах. Используя такой подход, компания сможет выявлять большинство ошибок в отчетах, затрачивая на это гораздо меньше усилий.

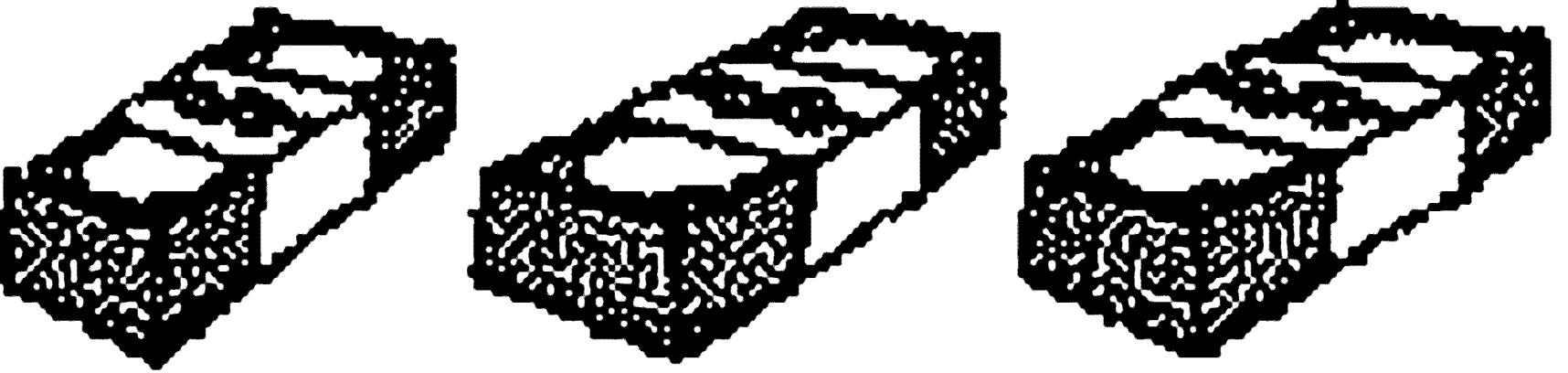
Расходы: 

Время внедрения: 

- *Кредиторская задолженность: автоматизация периодических платежей.* Некоторые платежи, такие как плата за аренду помещений, плата за прокат копировального устройства и оплата счетов за подписку, не изменяются из месяца в месяц, и, вероятно, будут сохраняться еще в течение определенного времени. Чтобы не вводить каждый раз эти сведения в базу данных по кредиторской задолженности, можно воспользоваться стандартными пакетами программ бухгалтерского учета, многие из которых позволяют автоматически производить периодические платежи, которые вводятся в систему только один раз. Но эту опцию следует использовать только в том случае, если в ней предусмотрена дата окончания, — иначе автоматические платежи будут производиться и после фактической даты окончания.

Расходы: 

Время внедрения: 





ередения:

которые вышлют товары непосредственно служащим, сделавшим заказы. Затем поставщики выпишут общие счета компании, что существенно уменьшит объем канцелярской работы, выполняемой бухгалтерами. Снабженцы также будут избавлены от значительного объема работы. Однако создание этой системы и согласование ее внедрения с поставщиками займет очень долгое время.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Кредиторская задолженность: устранение платежей экстренными чеками.* Иногда случаются ситуации, когда чеки нужны так срочно, что их нельзя включить в плановое печатание чеков бухгалтерами. Вместо этого необходимо быстро получить разрешение, выписать чек вручную, подписать его и ввести в компьютерную систему. Чтобы избежать этих трудоемких шагов, можно объявить об общем запрете такого рода платежей и активнее использовать кассу с наличностью на мелкие расходы, если это позволит бухгалтерам заменить экстренные чеки наличными расчетами.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Кредиторская задолженность: платеж только на основании утвержденного заказа.* Обычные платежи, осуществляемые компанией, требуют нескольких утверждений: заявки на закупку, заказа, счета поставщика и чека. Более простой подход состоит в том, чтобы утверждать только заказ и отказаться от всех других виз. Благодаря этому объем времени, необходимого для осуществления этих бухгалтерских операций, значительно сократится, поскольку не нужно будет отправлять документы на утверждение менеджерам и ждать, пока до них дойдет очередь в папке входящих бумаг. Однако это означает, что контроль над утверждением заказов должен быть безупречным, чтобы исключить возможность осуществления платежа поставщику вообще без утверждения.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Кредиторская задолженность: платежи только на основании квитанций.* Как упоминалось в предыдущем абзаце, одним из наиболее трудоемких аспектов управления кредиторской задолженностью является сверка приемной документации с заказами и счетами поставщиков.

Чтобы избежать всего этого, компания может обеспечить приемщиков доступом к заказам через компьютерный терминал, чтобы они сразу подтверждали получение товара. Затем компания производит платежи поставщикам на основании цен, приведенных в заказах, не ожидая, когда придет счет от поставщика. В результате можно полностью отказаться от сверки. Однако этот подход требует значительной индивидуальной доработки компьютерных программ, включения в программное обеспечение таблиц расчета налогов с продаж и согласия поставщиков на прием платежей от системы. Внедрение этого сложного метода требует высокой квалификации.

Расходы: 

Время внедрения: 

С другой стороны, может оказаться сложным декларировать налоги на использование на основе карточных счетов, что может привести к небольшому увеличению налоговых выплат.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Кредиторская задолженность: отправка счетов поставщиков в специальную фирму по вводу данных в систему электронного документооборота (EDI)* Приобретая средства, позволяющие принимать счета от поставщиков в режиме онлайн через переводы по системе электронного обмена данными, компания все-таки должна иметь конторских служащих для ввода данных с бумажных счетов, которые по-прежнему будут высылать компании некоторые поставщики. Этих расходов можно избежать, отправляя эти счета в специальную фирму, которая переводит данные в формат EDI и посылает их обратно компании, благодаря чему 100% счетов будут приниматься в этом формате. Эффективный способ для избежания задержек, связанных с пересылкой счетов поставщику услуг по вводу данных — попросить всех поставщиков (не использующих систему EDI) отправлять свои счета на абонированный почтовый ящик, к которому поставщик услуг имеет прямой доступ. Можно также брать небольшую плату с поставщиков компании, если они не используют систему EDI, тем самым покрывая расходы на ввод данных.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Кредиторская задолженность: подписание чеков с помощью штампа-факсимиле.* Процесс создания чеков значительно замедляется поисками уполномоченного лица и ожиданием, когда оно подпишет чеки (если данное лицо занято, на это может уйти несколько дней). Более эффективный подход состоит в том, чтобы приобрести штамп-факсимиле и поручить одному из бухгалтеров ставить штампы на чеках. Однако штамп-факсимиле следует хранить в надежном месте под замком, чтобы не произошло несанкционированного подписания чеков. Поскольку чеки не будут проверяться вплоть до отправки, необходим строгий контроль над платежами, осуществленными ранее в рамках этого процесса, путем требования утверждения закупочного ордера, прежде чем какие-либо товары или услуги будут заказаны у поставщиков.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Взыскание долга: утверждение кредита клиентам до осуществления продаж.* Бухгалтеры или служащие финансового отдела иногда испытывают значительное давление со стороны сбытовиков, добивающихся одобрения кредита на поставки, которые они уже сделали потенциальным покупателям. Поскольку сбытовики получают комиссионное вознаграждение с этих продаж, они могут оказывать довольно значительное давление, чтобы кредит был утвержден, даже если кредитная история клиента того не заслуживает. Это может привести к чрезмерной сумме списаний безнадежных долгов. Чтобы избежать подобной ситуации, отдел сбыта и бухгалтерия могут вместе составить список потенциальных покупателей и определить кредитный лимит на каждого из них на основании общедоступной информации о кредитоспособности, прежде чем связываться с этими клиентами. Однако это не является эффективным решением, если новые клиенты относятся к разряду случайных или средний объем продаж в расчете на одного клиента настолько низок, что из-за расходов на проверку кредитоспособности внедрение этого метода будет слишком дорогостоящим.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Взыскание долга: списание небольших остатков без разрешения менеджеров.* Клиенты иногда выплачивают сумму, немного меньшую, чем сумма дебиторской задолженности, оставляя небольшие остатки, которые засоряют базу данных по дебиторской задолженности. Выписка специального разрешения и предоставление его на подпись главному бухгалтеру, чтобы он санкционировал списание этих небольших остатков, может занять много времени. Более эффективный подход — разрешить служащим, отвечающим за взыскание долгов, списывать небольшие остатки, не спрашивая разрешения у менеджеров.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Взыскание долга: автоматическая рассылка по факсу требований об уплате долга.* Компьютерную систему бухгалтерского учета можно дополнить специальным компьютером, который будет рассылать сообщения по факсу. Это устройство будет довольно эффективным, если его подсоединить к базе данных по кредиторской задолженности, и таким образом письма-напоминания будут отправляться клиентам, просрочившим оплату. Жесткость тона этих посланий можно увеличивать с ростом числа просроченных дней. Письма можно отправлять

незадолго до истечения срока оплаты, чтобы напомнить клиентам об оплате. Однако это может оказаться очень дорогостоящим вариантом, если потребуется создание программного обеспечения для связи базы данных по кредиторской задолженности с автоматической системой передачи сообщений по факсу.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Взыскание долга: автоматическая рассылка по факсу просроченных счетов.* Предыдущий метод, состоящий в отправке сообщений с требованием уплаты долга, можно расширить и высылать клиентам копии просроченных счетов. Кроме того, служащие, отвечающие за взыскание долга, могут отправлять счета только тем клиентам, которым уже напоминали о задержке оплаты, или тем, которые еще вообще не получали счетов. К этому методу применима та же проблема разработки программного обеспечения, что и в предыдущем примере.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Взыскание долга: приостановка выполнения текущих заказов клиента.* Если клиент не оплачивает просроченные счета, то, конечно, не имеет смысла отправлять ему товары, чтобы не возникало новой просроченной дебиторской задолженности. Следовательно, служащие, отвечающие за взыскание долга, должны иметь доступ к базе данных по текущим заказам клиента с разрешением приостанавливать дальнейшие поставки товара, пока не будут оплачены предыдущие. Многие системы бухгалтерского учета позволяют автоматизировать этот процесс: можно установить максимальные кредитные лимиты для каждого клиента и разрешить системе автоматически задерживать поставки при превышении этих кредитных лимитов. Однако периодически следует проводить ручную проверку приостановленных поставок, чтобы избежать сокращения отношений с основными клиентами.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Взыскание долга: получение уведомлений о банкротстве из агентства по взысканию долгов.* Компания может не знать, что клиент объявил о банкротстве, и, следовательно, не иметь возможности защитить свои

права в отношении неоплаченных счетов, продолжая поставку товаров этому клиенту (тем самым подвергая себя риску, что еще большая сумма дебиторской задолженности не будет оплачена). Чтобы избежать этой проблемы, можно обратиться к агентству кредитной информации Dun & Bradstreet, которое предоставляет услугу автоматической рассылки уведомлений о банкротстве. как только о банкротстве одного из клиентов компании будет сообщено публично, ей будет выслано соответствующее уведомление по факсу.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Взыскание долга: распечатка отдельных счетов на каждую партию товара* Иногда клиенты оспаривают тот или иной товар, указанный в общем счете, и отказываются платить по всему счету, пока эта проблема не будет решена, из-за чего удлиняется общий период оплаты. Чтобы избежать этой проблемы, компании следует подумать о том, чтобы выписывать счета на каждую партию товара, а не включать все поставленные товары в единый счет. Это позволит сократить средний период оплаты, но может оказаться нерентабельным, если средняя цена партии товара сравнительно мала. Однако для дорогих товаров данный подход будет очень эффективен.

Расходы: 

Время внедрения. 

- *Взыскание долга: отправка повторных счетов до запланированной даты.* Если компания имеет базу данных по ценам, которые, как она знает, она установит для покупателей в определенные даты, например, плата за подписку или за текущее стандартное техническое обслуживание, то она может выписывать и отправлять счета на несколько дней раньше запланированных дат. Благодаря предварительной выписке счетов у принимающих компаний будет больше времени, чтобы осуществить процедуры внутреннего утверждения счета, в результате чего платежи компании, выставившей счет, будут произведены несколько раньше. Этот способ повышения скорости движения денежных средств очень недорог.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Взыскание долга: ранжирование звонков с напоминанием об уплате долга.* Возможно, потребуется сделать множество напоминании об оплате долга, однако служащих для этого недостаточно. В этом случае следует отсортировать просроченные счета по размеру суммы и напоминать об оплате лишь самых крупных из них. В результате служащие, отвечающие за взыскание долгов, сосредоточат свои усилия на тех счетах, которые могут дать наибольшую денежную отдачу в обмен на затраченные усилия. Это не означает, что счета с небольшими суммами должны игнорироваться, но напоминания об их оплате могут быть отложены или осуществляться реже.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Комиссионные вознаграждения: автоматический расчет комиссионных.* Расчет комиссионных может быть тяжелым процессом, поскольку требуется определить все последние комиссионные сделки менеджера по продажам, просмотреть все счета за последний месяц и провести предварительный подсчет, послать итоговые отчеты о комиссионных вознаграждениях в отдел сбыта, и после этого еще разбираться с разгневанными сбытовиками, полагающими, что им заплатили недостаточно. Более эффективный подход — сначала стандартизировать систему расчета комиссионных, чтобы этот процесс осуществлялся компьютерной системой бухгалтерского учета автоматически. Благодаря этому существенно уменьшится количество жалоб сбытовиков из-за предположительно неправильно начисленных комиссионных, а любые ошибки со стороны бухгалтеров будут исключены (поскольку за них все будет делать компьютер). Кроме того, это позволит значительно ускорить учет этой важной операции при закрытии баланса в конце месяца.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Комиссионные вознаграждения: расчет комиссионных, исходя из полученных денег.* Сбытовиков больше всего волнует продажа продукции покупателям, которая обычно считается осуществленной в момент подписания клиентом заказа. Однако при этом упускается из виду способность клиента оплатить сделанный им заказ, что может привести к высокому уровню безнадежных долгов. Чтобы избежать этой проблемы, комиссионные вознаграждения сбытовикам лучше начислять на основе денег,

полученных от клиентов. Благодаря этому сбытовики будут тщательнее проверять кредитоспособность клиентов, прежде чем продавать им товары, а также более активно участвовать во взыскании долгов.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Комиссионные вознаграждения: упрощение и стандартизация структуры комиссионных выплат* Как было отмечено выше при описании автоматического расчета комиссионных вознаграждении, структура комиссионных выплат может оказаться чрезвычаино сложной для расчета, что может потребовать большого опыта, чтобы правильно рассчитать их. Даже если автоматизация этого процесса считается слишком сложной, можно совместно с менеджером по продажам упростить расчет. Это приведет к значительному снижению времени проверки расчетов, а также созданию более прозрачной системы, которая уменьшит количество вопросов со стороны сбытовиков.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Хранение данных: создание системы архивации и уничтожения документов.* Операции бухгалтерии могут значительно замедлиться, если возникают определенные трудности при поиске документации, или же в отделе хранится такой большой объем информации, что среди кип бумаги сложно сразу определить местонахождение нужных документов. Бухгалтерия может разработать и использовать детальный набор инструкций и процедур, предназначенных для систематизации и рационального хранения документов. Эта система может включать также приклеивание к хранимым документам ярлыков с датой уничтожения в соответствие со стандартным сроком хранения документации, чтобы изымать документы из архива в установленные даты и освобождать место в бухгалтерии.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Хранение данных: установка системы графического представления документов.* Проблемы, которые компания испытывает в связи с потерей документов, большой площадью их хранения и расходами на хранение, можно в значительной степени устранить, создав систему графического представления документов. Она включает в себя преобразование



ведения:



дал желаемый результат, необходим достаточный контроль над удалением компьютерных файлов: информация не должна быть удалена прежде, чем распечатаны соответствующие отчеты, предназначенные для хранения в архиве.

Расходы 

Время внедрения: 

- *Хранение данных: хранение погашенных чеков на компакт-дисках (CD-ROM).* Погашенные чеки, которые возвращаются банком, хранятся вместе с отчетами банка за тот месяц, когда была осуществлена оплата чеков, а не за месяц, когда эти чеки были выписаны. Из-за этого довольно сложно сразу определить местонахождение чека Большое количество национальных и региональных банков предлагают сегодня хранение чеков в электронном виде на компакт-дисках, что значительно облегчает нахождение сведений о погашенных чеках. Более того, это также избавляет от необходимости хранить сами чеки. Кроме того, данные на компакт-дисках можно сортировать по ряду критериев, что облегчает поиск информации.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Хранение данных: хранение документов за более продолжительные периоды времени в компьютерной системе.* Стандартная бухгалтерская компьютерная система позволяет хранить информацию за текущие и прошлые периоды в режиме онлайн. Подробная информация за предыдущие годы будет удаляться, а это означает, что ее следует распечатывать и хранить в архиве. Чтобы избежать расходов на хранение этих файлов, можно приобрести пакеты программ по бухгалтерскому учету, которые предлагают сегодня функцию хранения документов за более продолжительные отчетные периоды в режиме онлайн. Хотя это может потребовать значительных дополнительных расходов на хранение, а также замедлит скорость доступа к информации в компьютере, это позволит существенно сократить объем хранения архивных документов в бумажном виде. Дополнительное преимущество состоит в том, что можно составлять бухгалтерские отчеты с автоматическим сравнением показателей за многие годы, получаемых в режиме онлайн, что устранит необходимость делать это вручную, собирая информацию из бумажных документов.

Расходы: 

Время внедрения: 

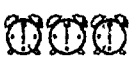
- *Финансы: оплата счетов через абонированный почтовый ящик.* Компания с крупным объемом дебиторской задолженности потеряет один-два дня процентных доходов от средств, которые невозможно вложить, поскольку чеки от клиентов медленно обрабатываются в бухгалтерии. Более эффективный подход — попросить клиентов отправлять чеки непосредственно в абонированный почтовый ящик, открытый банком компании. Банк будет обналичивать чеки, а затем отправлять соответствующие документы компании, которая уже сможет, не спеша, заносить сведения о расчетах в систему бухгалтерского учета. Этот процесс можно усовершенствовать, управляя несколькими абонированными почтовыми ящиками, открытыми в тех регионах, где сосредоточено наибольшее число клиентов. Благодаря этому будут уменьшены задержки, связанные с почтовой доставкой. Потребуются расходы на консультацию с целью определения правильного расположения абонированных ящиков, а также расходы на уведомление клиентов о том, что они должны производить платежи по другим адресам.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Финансы: объединение банковских счетов.* Со временем количество банковских счетов, как правило, увеличивается, особенно в том случае, если у компании много магазинов или филиалов. Когда существует много счетов, на каждый из них начисляется банковская комиссия. Кроме того, отдельные денежные средства могут долгое время находиться на низкопроцентных или беспроцентных банковских счетах. Чтобы избежать этих проблем, компании следует периодически проверять все открытые счета и ликвидировать те из них, которые ей больше не нужны.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Финансы: оплата через автоматическую клиринговую палату.* Выписка чеков связана со значительными расходами на покупку специальных бланков и принтера, затратами времени персонала на печать, раскладывание чеков по конвертам и рассылку их по почте. Всех этих расходов можно избежать, если производить платежи через автоматическую клиринговую палату (ACH), которая переводит денежные средства прямо с банковских счетов компании на счета ее поставщиков. Правда, это будет сложно осуществить, если система бухгалтерского учета компании не построена таким образом, чтобы осуществлять платежные операции через банк. Этот метод лучше всего работает в том случае,

если у компании немного поставщиков, поскольку сбор информации о банковских счетах большого количества поставщиков и использование их при осуществлении платежных операций через ACH может потребовать значительных усилий.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Финансы: открытие счета с нулевым балансом.* Чтобы инвестировать максимальную сумму свободных средств, компания должна каждый день снимать денежные средства со всех своих чековых счетов и переводить их на счет, приносящий процентный доход. Это очень трудоемкая задача, и время от времени о ней забывают, что приводит к снижению доходов от вложенных средств, а также к высоким расходам, связанным с этой операцией. Более эффективный подход — открыть в банке счет с нулевым балансом, все денежные средства с которого будут переводиться на счет, приносящий процентный доход, причем последний, в свою очередь, будет связан с корпоративным чековым счетом. На чековый счет будет автоматически переводиться только нужный объем средств, что позволит осуществлять клиринг тех чеков, которые ежедневно представлены к оплате. Используя этот автоматический подход, компания сможет избежать расходов, связанных с ручным переводом денежных средств с одного счета на другой, а также получать более высокий доход от вложенных средств.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Финансовые отчеты: автоматизация повторяющихся записей в бухгалтерскую книгу.* Некоторые записи в бухгалтерской книге, которые ежемесячно вносятся во время составления финансового отчета, как правило, не меняются из месяца в месяц. Например, стандартная амортизация или амортизационные расходы не меняются от одного периода к другому, пока не изменится учетная величина активов. Чтобы не вводить эти записи в бухгалтерскую книгу за каждый отчетный период вручную, можно использовать стандартную функцию большинства программ, которая обеспечивает периодический автоматический ввод выбранных записей в бухгалтерскую книгу вплоть до указанного периода. Это позволит снизить трудозатраты, связанные с процессом закрытия периода, а также гарантирует, что периодические записи не будут случайно пропущены.

Расходы: 

Время внедрения: 

шем количестве ключевых платежей, что повысит общую скорость подготовки отчетности.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Финансовые отчеты сокращение количества исследуемых расхождений.* При завершении предварительного варианта финансовых отчетов всегда выявляется немало потенциальных расхождений с бюджетными или архивными документами, которые бухгалтеры могут расследовать до завершения бухгалтерских отчетов. Подобные расследования отнимают много времени, а анализ всех возможных расхождений мешает своевременному завершению отчетов. Чтобы избежать этой проблемы, главный бухгалтер должен издать постановление, запрещающее анализ расхождений, которые не превышают определенную сумму в абсолютном или процентном выражении. Если все же есть основания для дополнительной проверки расхождений на меньшую сумму, ее можно провести *после* составления финансовых отчетов, отразив соответствующие изменения в следующем отчетном периоде.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Финансовые отчеты: использование стандартизованных бухгалтерских записей.* Большинство бухгалтерских записей, которые вносятся каждый месяц, по форме не отличаются от записей предыдущих месяцев; они идут под теми же учетными номерами и могут иметь даже одинаковые дебетовые и кредитовые счета, хотя цифры и различаются. Повторное внесение этих записей каждый месяц отнимает много времени и может привести к ошибкам. Чтобы избежать этих проблем, рекомендуется создать автоматические или бумажные стандартные бланки для бухгалтерских записей, которые снабжены перекрестными ссылками на контрольный перечень. Благодаря этому, бухгалтерия может быть уверена, что все нужные бухгалтерские записи внесены и при составлении финансовых отчетов в конце каждого периода используется стандартный формат этих записей.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Главная книга: копирование плана счетов для всех филиалов.* Сведение результатов бухгалтерского учета всех филиалов компании может

оказаться весьма трудным делом, если они используют разные планы счетов. Чтобы перевести результаты по каждому филиалу в формат, используемый материнской компанией, потребуется таблица проводок. Хотя эту таблицу можно включить в современную автоматизированную главную книгу, гораздо проще потребовать от всех филиалов использовать один и тот же план счетов. Однако внедрение этого метода займет много времени, поскольку все филиалы должны перестроить используемую структуру учета; то, что материнская компания предпочитает использовать какой-то формат, отнюдь не означает, что компании, которыми она владеет, смогут быстро перевести результаты своих операций в тот же самый формат.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Главная книга: ликвидация счетов с небольшим остатком.* Как правило, с течением времени в главную книгу добавляются счета с целью отслеживания особых расходов. Однако сумма многих таких расходов настолько незначительна, что соответствующая информация не оправдывает затрат на ведение дополнительного счета. Поэтому следует периодически проверять сумму денежных средств, хранящихся на всех счетах, и ликвидировать те из них, которые слишком малы.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Главная книга: сокращение количества статей в плане счетов.* Как отмечено в предыдущем передовом приеме, можно регулярно ликвидировать счета, если операции с денежными средствами на них носят незначительный характер. Этот процесс можно дополнить еще одним шагом: объединить более крупные счета, если не имеется разумной причины для отдельного представления информации, содержащейся на них. Например, может иметься дюжина различных видов незавершенного производства, которые отражаются на различных счетах, но никто не использует отдельные данные. Поэтому общий передовой прием заключается в постоянной проверке плана счетов с целью их укрупнения до таких позиций, которые необходимы для надлежащей отчетности.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Главная книга: хранение текущих сведений в главной книге.* В финансовые отчеты часто включаются текущие сведения, такие как число служащих, сумма неоплаченных продаж и производственные мощности. Чтобы обеспечить надежное хранение и оперативный доступ к этой информации, можно создать дополнительные поля во многих пакетах программ по управлению главной книгой, которые позволяют хранить данные в алфавитном порядке. Текущие сведения могут храниться в этих полях. Это недорогая форма хранения информации.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Запасы: введение цикла инвентаризации.* Если при учете уровня запасов постоянно допускаются неточности, главному бухгалтеру тяжело придется с финансовой отчетностью, если до этого не проводилась полная инвентаризация. Это очень трудоемкий и дорогостоящий метод, который к тому же не дает абсолютно точной информации. Более того, он замедляет процесс составления финансовых отчетов. Более эффективный подход — поручить заведующему складом регулярно посылать учетчика для сравнения текущих учетных записей с тем, что физически имеется в наличии, и выяснять причины расхождений между двумя видами данных. Благодаря этому степень точности инвентаризации всегда будет достаточно высокой, что избавит от необходимости проводить физическую инвентаризацию. В то же время гораздо больше внимания будет уделяться причинам неточностей, возникающих при инвентаризации.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Запасы: оценка точности инвентаризации.* Бухгалтеры никогда не будут уверены в степени точности инвентаризации, если они не проводят периодических оценок. Для этого компетентное лицо должно выборочно проверить предметы на складе и выяснить, занесены ли они в базу данных по инвентаризации, и наоборот. Все ошибки в количестве, местоположении, единицах измерения и описании следует считать свидетельством неточного учета запасов. Проводя эту оценку хотя бы раз в месяц, бухгалтеры будут знать, не снизилась ли точность до такого уровня, когда необходимо провести физическую инвентаризацию для получения достоверных финансовых результатов.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Запасы: перемещение запасов в производственные помещения.* Проведение полной инвентаризации на складе — довольно трудоемкая работа. Особенно тяжело подсчитывать самые мелкие и недорогие предметы, такие как детали и крепеж. Чтобы избежать инвентаризации этих объектов, их можно списать на расходы при покупке или поместить в контейнеры, стоящие рядом с производственным оборудованием. Благодаря этому производственники получат широкий доступ к этим деталям и не станут тратить время на получение их со склада. Отрицательной стороной этого являются дополнительные расходы в связи с возможными кражами этих предметов (поскольку они больше не будут охраняться на территории склада). Также трудно отследить их снабженцам, которые уже не смогут полагаться на непрерывный учет запасов, чтобы определить, когда следует закупить дополнительные детали и крепеж.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Запасы: отчеты об уровне расходования деталей.* Наиболее распространенный способ определения устаревания запасов состоит в том, чтобы запрашивать кладовщиков, какие статьи запасов кажутся им самыми старыми. Это, безусловно, ненаучный подход. Более эффективный метод — создать несколько компьютерных отчетов, связанных с постоянным учетом запасов и товарными накладными. Эти отчеты будут показывать продолжительность времени с тех пор, когда последний раз брали со склада каждую статью запасов, а также части, которые не используются ни в одной из накладных. Оба отчета ясно покажут, какие статьи запасов подвержены риску устаревания. Это также прекрасное средство для определения того, какие предметы следует возвратить поставщикам.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Запасы: ограничение доступа на склад.* Когда склад открыт для всех служащих, то, по существу, невозможно поддерживать правильное количество запасов. Причина в том, что служащие, которые не несут ответственности за надлежащее количество запасов, будут брать детали, не удаляя их из соответствующей базы данных. Поэтому всю территорию, где расположен склад, следует обнести забором, а доступ к нему должен быть строго ограничен работниками склада в любое время дня и ночи. Это — необходимое условие точности запасов.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Запасы: отдельное хранение запасов клиента.* Общая оценка запасов может оказаться завышенной, если подсчитываются также запасы, принадлежащие клиенту. Это происходит в том случае, если компания выпускает продукцию с использованием комплектующих, предоставляемых покупателями. Чтобы избежать этой проблемы, лучше всего выделить отдельное огороженное помещение на территории склада и хранить там только запасы клиента. Другой вариант — разработать отдельный набор идентифицирующих кодов для запасов клиента, чтобы все инвентаризационные отчеты автоматически определяли стоимость этих предметов как нулевую.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Запасы: обновление спецификаций с учетом дополнительных выдач со склада и возвратов на склад.* Спецификации обычно являются основанием для выдачи запасов со склада в производственный цех. Например, если необходимо произвести десять единиц продукции, кладовщик умножает на десять все детали, указанные в спецификации, и отпускает данное количество производственному подразделению. Однако у производственников могут возникнуть проблемы, если спецификации неточны. Эффективный способ подкорректировать спецификации — внимательно отслеживать количество специальных запросов дополнительных частей, сделанных производственниками, а также их возврат, поскольку это четкий индикатор неточностей в спецификациях. Благодаря этому компания может также предотвращать задержки в производстве из-за нехватки деталей и избегать расходов на срочные закупки дополнительных комплектующих.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Выставление счетов: компьютеризация при отправке товаров.* При выписывании клиентам счетов может возникнуть задержка в один или несколько дней, поскольку служащим, ответственным за отправку товара, необходимо заполнить сопроводительную документацию и отослать ее в бухгалтерию. Существует также риск, что некоторые из этих документов будут утеряны при пересылке. Чтобы избежать этих проблем, служащих, ответственных за отправку товара, следует снабдить компьютерным терминалом, который позволит им вводить информацию об отправке товаров непосредственно в базу данных по

бухгалтерскому учету. Обладая такими данными, бухгалтеры смогут гораздо быстрее выставлять счета.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Выставление счетов: счет выписывается лицом, ответственным за поставки.* После отправки счетов клиентам может понадобиться исправление суммы кредита, если клиент не согласен с поставленным количеством товара или отказывается от некоторых товаров из-за проблем с качеством. Поскольку это исправление занимает много времени у бухгалтеров, более эффективный подход — поручить выписывание счетов лицу, ответственному за поставки, в момент самой поставки, причем выписывать счета на то количество товара, которое покупатель уже согласился оплатить. Это избавит от необходимости в последующих исправлениях. Однако для внедрения этого метода необходимо, чтобы отгрузки осуществляли сами служащие компании, а также выделить каждому из них портативный компьютер и принтер. Правда, могут возникнуть проблемы, связанные с контролем, поскольку это лицо может вступить в тайный сговор с получателем и выписывать счет на меньшее количество товара, чем фактически поставлено.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Выставление счетов: выставление счетов через систему электронного обмена данными.* Бумажные счета высылаются по почте, и прежде чем они достигнут адресата, пройдет определенное время. Кроме того, они могут быть утеряны во время пересылки или по ошибке отправлены в другую компанию, или же некоторые данные могут быть неправильно введены в систему кредиторской задолженности клиента. Чтобы избежать этих проблем, можно выставлять счета через систему электронного обмена данными (EDI): для этого нужно заполнить стандартный бланк по сделке и отправить его по электронной почте напрямую клиенту или внешней организации, которая по поручению клиента обслуживает его электронный почтовый ящик. Этот метод гарантирует, что счета будут моментально приходить к клиентам, в чем можно удостовериться, получив уведомление о получении. Этот метод наиболее эффективен, когда программные средства для передачи через систему EDI непосредственно связаны с системой выписывания счетов, и таким образом счета будут выписываться автоматически.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Выставление счетов: единый счет за период.* Когда компания продает продукцию по очень низким ценам, например, мелкие детали, расходы на выставление счета покупателю могут превысить стоимость товаров. В этом случае разумнее выписывать не ряд мелких счетов, а единый счет в конце каждого месяца. Хотя это уменьшит расходы на выставление счетов, но отодвинет на более поздний срок получение дебиторской задолженности из-за задержки при выставлении счета. Чтобы избежать этой проблемы, следует также рассмотреть возможность сокращения сроков оплаты по данным счетам.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Выставление счетов уменьшение числа распечатываемых копий счета.* При печати счетов иногда создается несколько копий: одна из них отправляется клиенту, другая предназначена для хранения в файле в алфавитном порядке, третья — для хранения под определенным номером, четвертая передается служащим, отвечающим за взыскание долга. Это требует дорогих многослойных бланков и повышенных расходов на хранение, а горы бумаг в бухгалтерии растут, словно снежный ком. Более эффективный подход — сократить число копий счета до необходимого минимума. Можно обойтись всего двумя копиями: одна для отправки клиенту, другая для внутренних целей.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Управление: инструкция с регламентами и процедурами.* Высококвалифицированные бухгалтеры могут наизусть знать свои задачи и не нуждаться в письменной инструкции, но при приеме в отдел новых сотрудников или при изменении задач для старых сотрудников возникает иная ситуация. В этом случае под рукой не оказывается нужной документации, которую можно использовать в качестве основы для обучения, что ведет к медленному накоплению знаний и большому количеству ошибок в этот переходный период. Инструкция с регламентами и процедурами улучшает также уровень совместимости бухгалтерского учета в разных дочерних компаниях, поскольку в противном случае их процедуры со временем стали бы расходиться. Инструкцию можно разместить в локальной сети компании, что значительно сокращает расходы на рассылку и частоту обновлении.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Управление: график обучения персонала.* Новые сотрудники, набираемые в бухгалтерию, обычно достаточно квалифицированны, чтобы выполнять свои служебные обязанности, но не более того. Необходимо разработать план обучения, приспособленный к потребностям каждого сотрудника, чтобы они научились координировать свои обязанности с обязанностями других служащих. Кроме того, сотрудники должны научиться совершенствовать процессы, чтобы постоянно улучшать операции, за которые они уже несут ответственность. Это не означает, что всем сотрудникам нужно выделять значительные средства для повышения квалификации на курсах в колледжах, но компании следует разработать комплекс семинаров, лекции и внешних курсов, чтобы удовлетворять свои потребности в обучении персонала.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Управление: ежемесячный график работ.* Бухгалтерия, больше чем любое другое подразделение, руководствуется конкретным графиком работ: она должна заплатить налоги в определенные даты, рассчитать заработную плату в другие, составить финансовые отчеты в третьи, и так далее. Все эти даты практически невозможно запомнить, а потому некоторые задачи иногда выполняются несвоевременно. Чтобы избежать этой ситуации, необходим стандартный график работ, который обновляется в конце каждого месяца и распространяется среди всех бухгалтеров, причем с выделением ключевых дат для каждого получателя. Этот график необходимо постоянно обновлять при изменении требований.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Управление: оценка ключевых показателей работы бухгалтерии.* Главный бухгалтер не будет знать, улучшается или ухудшается со временем работа бухгалтерии, если не выработан ряд критериев, которые можно использовать для построения трендовой линии эффективности работы. К этим критериям могут относиться досрочное выполнение работ, например, составление финансовых отчетов не за три, а за два дня, или уменьшение ошибок при обработке трансакций. Список критериев должен быть достаточно кратким, чтобы сосредоточить внимание только на тех показателях, которые наиболее важны для работы бухгалтерии. Со временем можно добавлять другие критерии, если удалось выполнить или превзойти первоначальные цели. Этот может быть также полезным

инструментом привязки изменений в заработной плате сотрудников к эффективности их работы.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Управление: передача отдельных функций внешним исполнителям.* Некоторые бухгалтерские функции настолько специфичны или подвержены ошибкам, что легче передать их квалифицированному исполнителю, который будет выполнять их вместо компании. Чаще всего внешним исполнителям передается расчет заработной платы. При этом поставщик услуг может не только рассчитывать заработную плату и выписывать чеки, но также составлять административные отчеты, связанные с заработной платой, и выплачивать государственным органам все соответствующие налоги. К другим функциям, которые могут быть переданы внешним исполнителям, относятся взыскание долгов, управление кредиторской задолженностью, составление финансовых отчетов и выплата местных, штатных и федеральных налогов. Отрицательная сторона этих услуг состоит в том, что они могут оказаться более дорогими, чем при выполнении этих функций собственными силами. Кроме того, может потребоваться определенный контроль со стороны главного бухгалтера, чтобы убедиться в том, что они выполняются надлежащим образом.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Управление: анализ процедур.* Большинство процедур изменяется с течением времени, поскольку меняется деятельность компании. Это приводит к непоследовательным и неэффективным действиям, которые повышают затраты времени и средств. Этого можно избежать, составив схему каждой бухгалтерской операции, а затем пересматривать ее и в случае необходимости вносить улучшения. Хотя могут потребоваться определенные знания при проверке последовательности операций, результатом станет значительное снижение расходов при обработке трансакций.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Оплата труда: автоматическое начисление отпускных.* При начислении и отслеживании отпускных можно допустить много ошибок, поскольку служащие могут иметь различную продолжительность отпуска, начать работу в компании в различное время в течение года или иметь не-

использованную часть отпуска за прошлый год. Чтобы избежать этих проблем, некоторые внешние исполнители, предоставляющие услуги по расчету заработной платы, и большинство дорогих программ с широкими функциональными возможностями предлагают функции, позволяющие осуществлять стандартное начисление отпускных для каждого служащего. Они могут учитывать перенос отпуска с предыдущего года, а также дату начала работы каждого служащего. Единственная проблема заключается в том, что компании по-прежнему придется вручную суммировать и вычитать период использованного отпуска, чтобы сотрудники могли видеть, сколько чистого отпускного времени у них осталось. Эта информация обычно включается в их платежные ведомости.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Оплата труда: сбор данных об отработанном времени с помощью автоматического таймера.* Подсчет часов, отработанных служащими с почасовой оплатой труда для начисления им заработной платы, и отслеживание часов, потраченных на конкретные виды работ, относится к тем операциям в профессии бухгалтера, которые отнимают больше всего времени и наиболее подвержены ошибкам. Эти проблемы вызваны ручными записями в карточках табельного учета, которые служащие, отвечающие за расчет заработной платы, переводят в отработанные часы для каждого сотрудника, часто вместе с пропущенными, неверными или неправильно оформленными записями. Чтобы избежать этих проблем, компания может приобрести электронный таймер. При этой системе сотрудникам выдают карточки со штрих-кодами или магнитной полосой, которые пропускают через считывающее устройство таймера в начале и конце работы. При этом происходит запись времени, которая посылается в центральный компьютер по заработной плате, где она сохраняется. Пропущенные считывания отмечаются в отчетах для менеджеров, чтобы эту проблему можно было решить до даты расчета заработной платы. При использовании этого метода необходимость исправления данных сводится к минимуму, что освобождает сотрудников, отвечающих за расчет заработной платы, от значительного объема работы. Однако эти таймеры могут стоить 2000 долл. каждый, и их приобретение оправдано только в том случае, если в настоящее время имеется много ошибок в этой области, или можно сократить большой штат бухгалтеров по зарплате.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Оплата труда: отмена вычетов из заработной платы за покупки, совершаемые служащими.* Иногда служащие покупают товары для себя через закупочный департамент компании, чтобы воспользоваться преимуществом более низких цен, предлагаемых компании. В этом случае они могут попросить, чтобы стоимость купленных товаров постепенно вычиталась из их зарплатных чеков. Это означает, что бухгалтеры должны определить размер периодических вычетов, а также момент их прекращения — все это отнимает у бухгалтерии ценное время. Лучше запретить служащим совершать подобные покупки (или, по крайней мере, требовать, чтобы они платили сами, без вычетов). Таким образом, бухгалтеры будут освобождены от дополнительной работы, связанной с вычетами из заработной платы.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Оплата труда: включение пенсионного плана 401 (k) в систему заработной платы.* Стандартный пенсионный план 401 (k) функционирует отдельно от системы заработной платы, поэтому бухгалтерам или кадровикам приходится вручную собирать сведения о заработной плате и участии сотрудников в пенсионном плане 401 (k), сводить эти данные в отдельную таблицу и посылать ее в фирму, управляющую пенсионным планом 401 (k). Чтобы избежать этой работы, некоторые внешние исполнители, предлагающие услуги по расчету заработной платы, включают пенсионные планы 401 (k) в свои системы заработной платы. Это означает, что все задачи по сбору сведений для составления отчетов по плану 401 (k) полностью автоматизированы и выполняются непосредственно поставщиком услуг, а не бухгалтерией. Однако передача этой задачи поставщику услуг по расчету заработной платы, может оказаться дорогостоящим делом, поскольку он потребует первоначального взноса, а также текущих платежей за управление.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Оплата труда: прямой перевод заработной платы служащих на их банковские счета.* Не существует принципиальной разницы в том, выплачивает ли компания заработную плату своим сотрудникам в форме чеков или прямым перечислением на их банковские счета, поскольку в любом случае она должна отправить каждому служащему или бумажный чек, или депозитное авизо. Прямое перечисление на банковские счета может быть даже более дорогим, поскольку за каждый перевод на

счет через Автоматизированную клиринговую палату может взиматься небольшая плата. Тем не менее прямое перечисление на банковские счета, как правило, приветствуется сотрудниками, которые довольны тем, что им не нужно ехать в банк и класть деньги на счет. Особенно удобно это для сотрудников, которые находятся в командировках и не имеют возможности получить деньги еще длительное время после даты платежа. При прямом зачислении на банковский счет им больше не придется беспокоиться из-за нехватки денег.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Оплата труда: сокращение числа выплат заработной платы в год.* Каждый раз при расчете заработной платы бухгалтеры должны суммировать все часы работы, сведения о вычетах из заработной платы и другие данные, необходимые для расчета заработной платы, свести их во внутренней системе расчете заработной платы или отправить поставщику услуг, а затем выписать чеки сотрудникам. Объем этой работы можно уменьшить, сократив количество циклов расчета заработной платы в течение года. Лучше всего производить 24 или 26 расчетов заработной платы в год. При этом 26 расчетов заработной платы обычно лучше в том случае, если много сотрудников на почасовой оплате, поскольку расчет заработной платы будет соответствовать их еженедельной системе табельного учета. Если большинство сотрудников на окладе, то можно использовать 24 расчета заработной платы, поскольку обрабатываемая информация будет соответствовать концу каждого месяца, что избавляет от необходимости делать начисленные платежи за отработанные, но неоплаченные часы в конце каждого месяца.

Расходы: 

Время внедрения: 

- *Оплата труда: ограничение авансов.* Некоторые сотрудники, уезжающие в командировку, будут просить авансовой выдачи заработной платы до отъезда, чтобы иметь достаточно денег для оплаты командировочных расходов. Это требует от бухгалтеров отслеживания сумм всех авансов, а также их последующих вычетов из отчетов о расходах. Данная система в значительной мере подвержена злоупотреблениям, поскольку авансы сотрудников могут так и остаться не вычтенными из отчетов о расходах, или же сотрудники могут уволиться, не вернув деньги компании. Та же проблема возникает, когда сотрудники запрашивают авансы по

личным обстоятельствам. Чтобы избежать этих проблем, следует ввести запрет на выдачу авансов. Вместо этого сотрудникам, отправляющимся в командировки, можно выдавать корпоративные кредитные карточки, чтобы все командировочные расходы оплачивались непосредственно компанией. Если сотрудники просят авансы в счет заработной платы, компания может направить их в местную финансовую компанию.

Расходы. 

Время внедрения: 

ВЫВОДЫ

Существует тысячи передовых приемов, которые компания может использовать для улучшения бухгалтерских операций. В данной главе описаны передовые приемы, которые наиболее часто используются в настоящее время. Информацию о других передовых приемах можно получить на семинарах, специально посвященных этому вопросу. Другим источником информации являются периодические издания по бухгалтерскому учету, которые иногда содержат статьи о том, как другие компании улучшают свои системы. Этот источник особенно полезен, поскольку статьи могут содержать информацию о том, как связаться с автором, чтобы получить дополнительные сведения о конкретных передовых приемах. Кроме того, местные бухгалтерские организации могут иногда проводить презентации своих участников из других компаний, которые уже внесли улучшения в свои системы. Наконец, многофилиальная компания может иметь ряд бухгалтерских отделов, некоторые из которых, возможно, обладают уникальными передовыми приемами, которые могут оказаться полезными. Следовательно, необходимо переработать ряд источников информации, чтобы получить сведения о других передовых приемах.

ГЛАВА 21

СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

Принимая решение о поглощении, компания должна провести многие виды анализа. При осуществлении полного поглощения, включающего принятия всей финансовой, правовой и экологической ответственности, а также при приобретении всех активов, необходимо проанализировать множество факторов. Однако частичное поглощение, например, покупка всех или конкретных активов, не требует такого значительного анализа. В этой главе типы анализа поглощения разделены на множество категорий, чтобы финансовому директору было проще выбрать те из них, которые необходимо провести при определенном виде поглощения. Кроме того, в приложении С содержится полный перечень вопросов для анализа слияний и поглощений.

После завершения проверки «дью дилидженс» финансовый директор должен определить стоимость поглощаемой компании, в результате чего может обнаружиться широкий диапазон возможных цен. В главе приводится несколько методов подобных расчетов.

Финансовый директор должен составить отчет об операциях по слиянию и поглощению. При этом единственно допустимым методом является метод покупки. Однако во многих ситуациях компания просто инвестирует небольшие средства в другую компанию, не прибегая к окончательной покупке. В этом случае применяются три вида бухгалтерского учета, в зависимости от объема инвестиций и степени контроля, полученного над подчиненной компанией. Все три метода — по затратам, капиталу и консолидированный — описаны в этой главе. Мы также разберем специальные вопросы, касающиеся слияний и поглощений, включая условные платежи, учет по методу понижения, выкупы «с рычагом», передача акционерам части активов вновь образуемой дочерней компании, внутрифирменные сделки и надлежащий учет «гудвилл» (превышение цены компании над чистой стоимостью активов).

При изучении этой главы необходимо помнить, что термины «слияние» и «поглощение» не синонимы. При *поглощении* как поглощающая, так и поглощаемая компании остаются отдельными юридическими лицами после сделки. При *слиянии* происходит юридическая ликвидация одной из компаний, а *консолидация* означает ликвидацию обеих компаний и образование новой компании, в которую объединяются эти организации.

ОЦЕНКА ОБЪЕКТОВ ПОГЛОЩЕНИЯ*

Анализ процедуры поглощения не похож на другие виды финансового анализа, и не только из-за отличия самого анализа, но и из-за характера ситуации. Обычно ситуация потенциального поглощения возникает неожиданно и какое-то время требует самого пристального внимания от бухгалтеров. А затем внимание к ней ослабевает, если приходят к выводу, что поглощение бесперспективно, или же сделка заключена, и руководство берет на себя все действия по объединению организаций. В любом случае финансовый директор непосредственно участвует в этом процессе, давая заключения по каждому потенциальному приобретению, если генеральный директор считает, что оно достойно изучения.

Поскольку необходимость в оценке поглощения возникает неожиданно, финансовый директор всегда должен быть готов переключиться со своих обычных обязанностей на чисто аналитическую работу. Для этого в данной главе представлены основные методы анализа, которые следует использовать для того, чтобы определить, является ли состояние поглощаемой компании таким, каким его представляют. Однако требуется гораздо больше, чем просто контрольный список. У финансового директора и его подчиненных есть другие обязанности, которые нельзя отложить на время изучения. Если бухгалтерский отдел по-прежнему будет функционировать в обычном режиме работы, то он будет просто не в состоянии довести до конца потенциально большой объем аналитической работы. Поэтому у финансового директора есть три варианта. Во-первых, если требуется провести очень небольшое число оценок, а потенциальные объекты поглощения невелики, то можно в определенной мере отвлечь бухгалтеров от их непосредственных обязанностей и провести анализ с использованием собственного персонала. Второй вариант — сформировать группу для анализа поглощения, которая будет заниматься только оценкой потенциальных кандидатов в течение всего рабочего времени. Это — прекрасный подход, если компания стремится обеспечить рост за счет поглощений и хочет купить как можно больше корпораций. Третий вариант — привлечение внешней аудиторской фирмы для проведения финансового исследования по поручению компании. Этот вариант целесообразен, если персоналу компании не хватает времени или опыта для выполнения этой работы, а объекты поглощения не настолько велики, чтобы создавать отдельную аналитическую группу, состоящую из штатных служащих. Однако привлечение внешних аудиторов может оказаться весьма дорогостоящим, поэтому необходимо убедиться, что привлекаемые специалисты обладают достаточной квалификацией и опытом, чтобы провести основательную проверку. Таким образом, количество потенциальных объектов поглощения и

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *A CFO's Guide* by Bragg (John Wiley & Sons, 2000) (John Wiley & Sons, 2000), chapter 6.

способность собственных бухгалтеров провести необходимый анализ будут определять метод, который финансовый директор использует для того, чтобы получить достаточную помощь в проведении анализа.

При использовании группы анализа поглощения финансовому директору рекомендуется изучить оставшуюся часть этого раздела, чтобы определить точный набор вопросов, на которые следует ответить, чтобы обеспечить исчерпывающий анализ рассматриваемого варианта поглощения и не тратить время на какую-либо дополнительную аналитическую работу. Основные области анализа следующие:

- *Персонал.* Если компания нуждается в служащих с большим опытом работы или хорошими профессиональными навыками, она может удовлетворить эту потребность, купив компанию с такими служащими. Подобное происходит редко, если компании требуется лишь несколько новых служащих, так как в этом случае проще переманить их предложениями о найме. Однако если в поглощаемой компании есть один или несколько отделов, которые известны своими работами, то покупка такой компании может быть вполне оправдана приобретением этих конкретных подразделений. Чаще всего это происходит с проектными или исследовательскими фирмами. Основной анализ, который необходим здесь, состоит в определении текущих уровней оплаты труда приобретаемых специалистов и того, насколько эти уровни соответствуют внутренним и отраслевым стандартам. Дополнительными факторами являются наличие каких-либо долгосрочных соглашений о компенсации и их чистая приведенная стоимость.
- *Патенты.* Поглощаемая компания может владеть одним или несколькими ценными патентами, особенно такими, которые можно использовать для повышения стоимости продукции поглощающей компании. Этот подход наиболее часто используется в отношении исследовательских и фармацевтических фирм. В этом случае основной анализ касается, прежде всего, стоимости обладания данными патентами, количества лет, оставшихся до истечения их срока, и (особенно) ожидаемого денежного потока от использования патентов до истечения их срока.
- *Бренды.* Брендовое имя является исключительно ценным, если оно заботливо сохранялось в течение многих лет, тщательно поддерживалось эффективным маркетингом и представляло превосходные товары. Это хорошая причина для поглощения компании, и подобная ситуация наиболее распространена в сфере потребительских товаров. Анализ этого вида поглощения концентрируется, прежде всего, на приросте прибыли, который можно получить за счет использования этого бренда, относительно затрат на его поддержание.
- *Производственные мощности.* Если компания сталкивается с длительным периодом освоения или технологическими трудностями при на-

ращивании своих производственных мощностей, то может оказаться целесообразным приобрести производственные мощности другой компании. Анализ этого вида поглощения касается, прежде всего, возраста и полезности приобретаемых машин и оборудования.

- *Активы и пассивы.* Когда покупается компания целиком, то поглощающая организация приобретает практически все активы, а также связанные с ними риски. В этом случае обязателен полный анализ всех статей бухгалтерского баланса.
- *Рентабельность.* Компания может быть куплена из-за того, что имеет более высокую прибыльность, чем поглощающая компания, что повышает общую рентабельность поглощающей компании. Для этого вида поглощения необходим пристальный анализ отчета о прибылях и убытках и бухгалтерского баланса.
- *Денежный поток.* Если компания располагает значительными денежными средствами или постоянными денежными потоками, то она является основной целью покупки для тех компаний, которые нуждаются в денежных средствах, возможно для финансирования дальнейших поглощений. При этом виде поглощения необходим тщательный анализ бухгалтерского баланса, отчета о прибылях и убытках и отчета о денежных потоках.

При дружественном поглощении целевая компания, как правило, охотно предоставляет свои бухгалтерские книги для проверки. Исключением являются случаи, когда поглощаемая компания является непосредственным конкурентом поглощающей организации. Тогда она будет сопротивляться обсуждению секретов производства или процессов, которые позволят ей успешно конкурировать с поглощающей организацией в том случае, если поглощение не произойдет. Кроме того, если поглощение относится к недружественному типу, то компания-цель будет весьма активно препятствовать доступу к любой информации. Это является особенно серьезной проблемой, когда компания является частной, так как в этом случае лишь очень небольшой объем информации является общедоступным. Как в такой ситуации, когда информация не является легко доступной, финансовый директор может получить достаточный объем информации для проведения анализа?

Первый шаг — перебрать все возможные источники информации. Одним из них может быть кредитный отчет поглощаемой компании, который может содержать последний финансовый отчет. Хотя, он может быть не совсем точным, поскольку обычно предоставляется поглощаемой компанией, которая, скорее всего, не заинтересована в публичном разглашении своего финансового состояния. Другим источником являются статьи о компании в отраслевых журналах, а также простой обзор производственных мощностей. Подсчитав количество автомобилей на стоянке можно дать приблизительную оценку объема продаж компании, исходя из среднеотраслевого объема про-

даж в расчете на одного служащего. Возможно, удастся поговорить о компании с ее бывшими или нынешними служащими, а также покупателями или поставщиками. Другой вариант — переговорить с местными рекрутинговыми агентствами о том, на какие должности они подбирают людей для этой компании, что может указать на наличие проблем, ведущих к текучести кадров. Кроме того, кредитный отчет будет содержать список всех активов, переданных кредиторам в качестве обеспечения, что показывает степень, в которой поглощаемая компания использует финансовый рычаг для финансирования своих операций. Чтобы получить больше информации, можно также обратиться к услугам детективного агентства. Наконец, обзор судебных процессов в государственном архиве поможет узнать, не ведется ли в настоящее время судебный процесс против компании. Ниже следует перечень дополнительных внешних источников информации, которые можно использовать, чтобы собрать полный набор данных о потенциальном объекте поглощения:

- *Агент по трансферту акций.* Это лицо может подтвердить рыночную капитализацию компании-цели.
- *Компания, собирающая информацию о залогах.* Эти организации, самая известная из которых Dun & Bradstreet, просматривают все государственные архивы, чтобы выяснить наличие обременения активов поглощаемой компании. Список прав удержания необходимо сверить с графиками погашения задолженности, представленными покупателю, чтобы выяснить, нет ли расхождений между ними.
- *Компания, собирающая информацию о патентах и торговых марках.* Такая компания проверяет все юридические документы, чтобы выяснить, не ведутся ли судебные процессы против компании в связи с нарушением прав при использовании патента или торговой марки.
- *Оценочные компании.* Оценочная компания может предоставить список оцененной стоимости активов поглощаемой компании, однако она не сможет раскрыть эту информацию без предварительного согласия поглощаемой компании.

Если поглощаемая компания активно препятствует попыткам получить сведения о своей деятельности, и это приводит к существенной нехватке информации, финансовый директор не сможет провести полный анализ ситуации. В этом случае полезно составить список неполученной информации и список возможных рисков из-за ее отсутствия. Например, если недоступна информация о валовой прибыли компании, то в этом случае возможен риск, что за компанию будет предложена слишком высокая цена, тогда как она не располагает достаточной прибылью, чтобы окупить цену. После того как будет составлен список всех возможных рисков, необходимо определить уровень риска, который согласна нести компания, не располагая необходимой информацией, или принять решение потратить время и деньги на сбор этих данных. Это будет итеративным процессом, поскольку количество вопросов

со стороны финансового директора будет постепенно уменьшаться, а затраты денег и времени на поиск ответов на оставшиеся вопросы будут расти. В определенный момент финансовый директор решит, что собрано достаточно информации, чтобы сделать предложение о покупке, либо что объем требуемой работы является чрезмерным и прекратит дальнейшие расследования, перейдя к исследованию других целевых компаний, информация о которых более доступна.

Если основная причина приобретения компании заключается в желании получить конкретного специалиста или группу служащих, предположительно обладающих ценными навыками, то у финансового директора есть два варианта проведения анализа. Первый проводится в том случае, если компания решает приобрести другую компанию целиком: тогда необходим полный анализ всех активов, пассивов, средств контроля и правовых вопросов. Анализ этих категорий обсуждается в следующих разделах данной главы. Однако если компания убедила целевую компанию передать ей за деньги свою небольшую часть, включающую целевых работников, тогда аналитическая работа принимает более конкретный характер.

Примером частичной покупки с целью получения служащих является ситуация, когда поглощаемая компания решает ликвидировать одно из направлений своей деятельности и продает компании-покупателю список соответствующих клиентов и активы. Как часть этой сделки, поглощаемая компания увольняет служащих, занятых в сфере деятельности, которой теперь станет заниматься новая компания. Поглощающая компания получает список этих служащих от компании-продавца, связывается с ними и предлагает работу. Исходя из характера этой сделки, не происходит практически ничего, кроме передачи активов, что существенно сокращает объем аналитической работы, проводимой финансовым директором. Необходимо провести только следующие виды анализа, нацеленные исключительно на служащих, которых планируется нанять, причем особое внимание уделяется качеству их работы, затратам и текучести кадров:

- *Изучите имена служащих, указанных в патентах.* Если имена конкретных служащих указаны в патентах или патентных заявках, поданных поглощаемой компанией, то они наверняка заключили с компанией, нанявшей их, соглашение о разделении доходов. В этом случае финансовый директор должен провести дополнительное расследование, чтобы узнать суммы, выплачиваемые этим служащим за использование их патентов, например, гонорар за каждую проданную единицу или годовое жалование. Эти патентные выплаты следует прибавить к зарплатам служащих, чтобы определить действительные расходы на привлечение нового персонала.
- *Узнайте мнение покупателей и поставщиков об этих служащих.* Если со служащими, которых вы хотите приобрести, связаны какие-то пробле-

мы, компания-цель вряд ли сообщит вам эту информацию, поскольку она пытается получить деньги от «продажи» их поглощающей компании. Поэтому необходимо обратиться к поставщикам или клиентам этой компании, чтобы выяснить имели ли они дело с этими людьми и что они о них думают.

- *Сравните уровни оплаты служащих со средними данными в отрасли и компании.* Выясните ставки заработной платы в поглощаемом отделе и определите, как распределяется зарплата между членами этой группы, чтобы увидеть, есть ли среди них служащие, получающие намного больше остальных. Затем сравните эти ставки не только со среднеотраслевыми, но и со средним показателем в поглощающей компании, чтобы определить разницу между уровнем заработной платы приобретаемых служащих и существующими ставками. В случае значительной разницы между ними возникнут дополнительные расходы на поглощение из-за необходимости повысить уровень заработной платы собственных служащих, чтобы он соответствовал зарплате нового персонала. Это позволит избежать волнений из-за разницы в оплате труда.
- *Определите текущий коэффициент текучести кадров в поглощаемом отделе.* Если в поглощаемом отделе высокий коэффициент текучести кадров, расходы на поглощение могут быть не оправданы из-за высокого риска потери всей группы служащих.
- *Изучите долгосрочные компенсационные соглашения.* Если поглощаемая компания использовала услуги нескольких высококлассных служащих, то вполне возможно, что она привлекла их выгодными долгосрочными контрактами найма. Финансовый директор должен изучить их для определения не только размера зарплаты, повышений и чистой текущей стоимости, но и условий «золотого парашюта», согласно которым этим служащим будут выплачены огромные суммы в случае поглощения компании-цели.

Свой обзор поглощаемого персонала финансовый директор завершает определением фактической стоимости служащих и их потенциального влияния на коллег. Первый показатель носит чисто финансовый характер, в то время как второй — лишь предположение относительно воздействия группы высокооплачиваемых служащих на существующих сотрудников компании, которые получают более низкие зарплаты. Финансовый директор может только представить информацию о расхождении ставок заработной платы генеральному директору и начальнику отдела кадров, чтобы они решили, какие действия нужно предпринять, чтобы улучшить моральное состояние существующего персонала, когда он узнает, что новые служащие будут получать более высокие зарплаты. Пример аналитического отчета о поглощении с целью получения служащих, который должен составить финансовый директор, приведен в табл. 21.1.

Обратите внимание, что внизу этого примера расходы на поглощение заменены расходами на привлечение каждого служащего, которые затем сравниваются со средней рыночной ставкой. Премия, выплачиваемая сверх рыночной ставки, позволяет руководству определить действительные расходы на приобретение персонала и стоит ли вообще осуществлять поглощение.

Таблица 21.1. **Аналитический отчет о приобретении персонала**

Название	Дополнительная информация	Суммарные расходы
Общая стоимость персонала в приобретаемой компании (15 чел.)		$1 237 500
Средняя стоимость работника в приобретаемой компании	$82 500	
Средняя стоимость работника в компании-покупателе	73 000	
Уровень текучести кадров в прошлом году	10%	
Дополнительные издержки на повышение зарплат существующего персонала до уровня зарплат приобретаемого персонала (13 чел.)		123 500
Чистая приведенная стоимость предполагаемых патентных выплат служащим		420 000
Расходы на выкуп трудовых контрактов		250 000
Общие расходы на приобретение персонала		**$2 031 000**
Общие расходы на приобретение одного работника (15 чел.)		**$135 400**
Средняя ставка заработной платы в отрасли		$80 000
Премия сверх рыночной ставки в процентах		**69**

Если компания хочет приобрести у другой компании патент, она редко решается на крайнюю меру — покупку всей компании. Вместо этого она начинает переговоры о приобретении самого патента, что существенно облегчает аналитическую работу финансового директора. Необходимо изучить лишь несколько показателей с акцентом на текущих расходах и доходах, которые в настоящее время имеет владелец патента. Руководство может потребовать проведения дополнительного анализа, включив в него предполагаемые дополнительные доходы и расходы компании от использования патента, поскольку они могут отличаться от показателей, которые наблюдались при использовании патента прежним владельцем. Основными направлениями анализа являются:

- *Определение ежегодных издержек на продление патента.* Ежегодные расходы на использование патента довольно невелики, но все же их следует включить в анализ любого патента, как указано в табл. 21.2, чтобы получить полную информацию о расходах.
- *Определение текущей выручки от использования патента.* Эта информация необходима, чтобы определить денежную сумму, которую компания собирается заплатить за патент; однако если компания хочет

использовать патент иным образом, то этот показатель не имеет большого значения. Без содействия поглощаемой компании определить его будет очень сложно, поскольку единственной альтернативой являются контакты с теми компаниями, которые имеют лицензию на использование патента, с просьбой предоставить информацию о платежах на каждую единицу продукции, которые они выплачивают поглощаемой компании за использование патента. Если поглощаемая компания сама готова предоставить эту информацию, тогда запросите данные за несколько прошлых лет, чтобы определить тенденцию изменения доходов; в случае тенденции к снижению поток выручки, за который компания собирается заплатить, стоит меньше.

- *Определение масштабов текущих судебных процессов по защите патента.* Основной проблемой любого владельца патента является денежная сумма, которую необходимо затратить на защиту патента от посягательств других организаций путем создания аналогичных патентов или нелегального выпуска продукции с использованием технологии на основе патента. Судебные издержки могут быть огромными. Если компания хочет приобрести патент, она должна иметь представление о масштабах нарушений и расходах на преследование нарушителей в судебном порядке.

В табл. 21.2 приведен пример аналитического отчета, который должен представить финансовый директор при приобретении патента.

Последняя строка этого отчета показывает чистую текущую стоимость всех денежных потоков, которую генеральный директор и финансовый директор могут использовать в качестве максимально допустимой платы за патент. Однако, учитывая альтернативные варианты использования патента, которые они могут рассматривать, руководители могут допускать возможность большего поступления денежных средств, что позволит им предложить за патент более высокую цену.

Таблица 21.2. **Аналитический отчет о приобретении патента**

Название	Дополнительная информация	Суммарные доходы и издержки
Срок, оставшийся до окончания действия патента	10 лет	
Чистая приведенная стоимость поступлений денежных средств		$1 200 000
Дисконтированный размер расходов на подачу документов		–42 000
Дисконтированный размер предполагаемых ежегодных судебных издержек		–375 000
Чистая приведенная стоимость патента		**$783 000**

Анализ бренда с финансовой точки зрения достаточно прост, хотя в юридическом плане может представлять некоторую сложность, так как необходимо удостовериться, что торговая марка имеет необремененный титул, а также выяснить масштабы возможных посягательств на торговую марку и особенности последних судебных разбирательств по защите бренда. Основными направлениями анализа являются:

- *Определение размера ежегодных выплат за использование торговой марки.* Это очень незначительная статья, но она может существенно вырасти, если торговая марка используется по всему миру, что потребует платы за подачу заявлений и отслеживание ее во многих регионах.
- *Определение отсутствия обременения титула бренда.* Это потребует не только оплаты небольших расследований юридической фирмы с целью выявления каких-либо противостоящих торговых марок, но и сбора информации по этому поводу во многих регионах, если приобретающая компания собирается использовать бренд в других странах.
- *Выяснение суммы и сроков всех денежных поступлений от использования бренда.* Можно выбрать один из двух наиболее эффективных методов анализа: либо измерить ту часть продаж, которая определяется исключительно лицензионными соглашениями (и поэтому ее легко отследить), либо оценить относительное отличие между денежными потоками от всех товаров, продаваемых под данным наименованием бренда, и денежными потоками в среднем по отрасли или у конкретных конкурентов.
- *Определение суммы и типа судебных издержек, необходимых для защиты бренда.* Качественный бренд часто привлекает некоторые компании, которые производят дешевые подделки и незаконно продают их по гораздо более низким ценам. Из-за низкого качества и цен эти подделки портят имидж бренда. Поэтому единственным способом защитить рынок от подделок является постоянное судебное преследование таких компаний. Финансовый директор должен подсчитать примерные расходы на текущие судебные процессы, просмотрев данные обо всех последних судебных процессах в государственных архивах или запросив эту информацию у компании-цели. Если компания-покупатель хочет поддержать имидж бренда, то она должна быть готова к дальнейшим судебным разбирательствам, и поэтому текущие судебные издержки также необходимо учитывать при подсчете будущих расходов.
- *Определение проблем, которые могут возникнуть при использовании бренда.* Еще одна правовая проблема состоит в том, что в процессе рассмотрения могут находиться судебные иски, утверждающие, что торговая марка другого лица или корпорации заменяет собой торговую марку, которую компания собирается приобрести. Изучение всех открытых

судебных процессов поможет обнаружить такую информацию. Еще раз повторим, что если компания собирается использовать наименование бренда по всему миру, то в этом случае необходим всесторонний анализ конкурентных торговых марок в других регионах. В случаях, когда некое лицо заявляет о своих правах на использование брендового наименования в другой стране, финансовый директор должен рассчитать примерную стоимость покупки прав на это наименование.

В табл. 21.3 приведен финансовый анализ, связанный с приобретением бренда. Финансовый директор должен представить этот отчет руководству компании.

Таблица 21.3. **Аналитический отчет о приобретении бренда**

Описание	Дополнительная информация	Суммарные доходы и расходы
Чистая приведенная стоимость денежных поступлений		$500 000
Дисконтированный размер ежегодной оплаты за использование торговой марки		–65 000
Расходы на исследования (необременения титула)		–175 000
Дисконтированный размер ежегодных судебных издержек		–780 000
Расходы на покупку конкурирующих брендовых наименований	См. примечание	–2 250 000
Общая чистая стоимость бренда		**$-2 770 000**

Примечание: Конкурирующая торговая марка уже зарегистрирована компанией XYZ во всех странах Европейского сообщества и Японии. Затраты на приобретение этой торговой марки учтены в анализе

Когда компания покупает у другой компании конкретные производственные активы, она обычно делает это для того, чтобы увеличить свои мощности. В этом случае основными объектами анализа являются состояние и стоимость производственного объекта, чтобы определить объем замены оборудования, а также фактический процент использования производственной мощности, издержки в расчете на каждый процент производственной мощности и накладные расходы по данному объекту. Чтобы провести анализ этих показателей, финансовый директор должен собрать информацию на трех уровнях загрузки — минимальном, нормальном и максимальном. Причина такого тройного формата (как показано в табл. 21.4) состоит в том, что руководство может не использовать мощность в такой степени, которая предполагалась. В этом случае оно должно иметь представление о минимальных издержках, которые все равно будут возникать, а также о дополнительных расходах, которые необходимо покрывать при максимальном уровне производства. Основными направлениями анализа являются:

- *Определение накладных расходов по объекту при минимальной, нормальной и максимальной загрузке.* Поддержание любого объекта в рабочем состоянии требует минимальных затрат, даже если он не эксплуатируется. Эти расходы включают в себя налоги, охрану, страхование и текущий ремонт здания. Руководство должно знать этот минимальный уровень затрат в случае, если оно не использует объект, но при этом по-прежнему должно платить за его техническое обслуживание. Текущие материалы бухгалтерского учета покажут также накладные расходы, необходимые при эксплуатации объекта на нормальном уровне, а инженеры по организации производства или работники основных производственных цехов могут рассчитать накладные расходы, требуемые для эксплуатации оборудования на полную мощность.
- *Определение оборудования, которое необходимо заменить.* Некоторое оборудование будет настолько изношенным или устарелым, что его необходимо заменить. Этой информацией располагает не финансовый директор, а инженер по организации производства или менеджер по производству, которые могут осмотреть оборудование и определить его техническое состояние. Если его сложно определить сразу, то внимательное изучение отчетов о ремонте позволит узнать, какие станки требуют столь больших текущих трудозатрат, что их полная замена будет более эффективным решением.
- *Определение затрат на периодическое техническое обслуживание существующего оборудования.* Даже если оборудование не требует замены, оно все равно нуждается в техническом обслуживании, которое может быть достаточно дорогим. Необходимо собрать эту информацию при нормальном уровне эксплуатации и оценить расходы при максимальном уровне загрузки производственной мощности.
- *Определение максимальной производственной мощности.* Инженеры, ответственные за организацию производства, должны рассчитать максимальный уровень производственной мощности, при котором можно эксплуатировать оборудование, с учетом расходов на его замену и модификацию.
- *Определение степени экологической опасности объекта.* Иногда компания-цель всячески стремится избавиться от объекта, если подозревает, что он наносит ущерб окружающей среде, который необходимо компенсировать. Это может привести к чрезвычайно большим расходам, которые иногда превышают стоимость всего объекта. Чтобы защититься от этой проблемы, финансовый директор должен определить расходы на проведение экологического исследования, а также стоимость страхования для покрытия подобного ущерба, если он будет обнаружен после даты покупки.
- *Определение затрат на модификацию с целью повышения производственной мощности объекта.* Если в самом начале размещение оборудования

не было тщательно спланировано, чтобы обеспечить максимально возможный уровень производительности, то, вероятно, потребуется значительно пересмотреть план размещения оборудования. Для этого инженеры, отвечающие за организацию производства, должны изучить ситуацию и дать рекомендации относительно перестановки оборудования и размещения дополнительного оборудования для транспортировки материалов.

Вышеприведенные направления анализа сведены в примерном аналитическом отчете о производственных мощностях, который представлен в табл. 21.4. Он включает категории низких, средних и высоких расходов, исходя их запланированных уровней использования производственных мощностей. Внизу таблицы все расходы переведены в денежную сумму на каждый процент используемой мощности. Обратите внимание, что не указан минимальный уровень использования мощности, поскольку предполагается, что в этом случае оборудование не используется.

Таблица 21.4. **Аналитический отчет о приобретении производственных мощностей**

Название	Расходы при минимальной загрузке	Расходы при нормальной загрузке	Расходы при максимальной загрузке
Накладные расходы по объекту	$1 000 000	$3 500 000	$5 000 000
Расходы на замену оборудования*	0	0	400 000
Расходы на техническое обслуживание оборудования	0	450 000	600 000
Расходы на страхование на случай нанесения ущерба окружающей среде	50 000	50 000	50 000
Расходы на исследование наличия экологического ущерба	100 000	100 000	100 000
Расходы на модификацию оборудования	0	0	700 000
Суммарные издержки	**$1 150 000**	**$4 100 000**	**$6 850 000**
Уровень мощности, в процентах	0	50	85
Расходы на каждый процент мощности	нет	**$82 000**	**$81 000**

* Показывает амортизацию заменяемого оборудования

Иногда компания покупает только активы другой организации. Эта ситуация наиболее распространена, когда существует риск, связанный с обязательствами поглощаемой компании, например, судебными процессами, экологическими проблемами или огромной задолженностью. Приобретая активы, покупатель должен выбирать лишь наиболее ценные из них, например, па-

тенты, бренды или персонал, о чем и шла речь в предыдущих разделах. Поэтому здесь мы отметим только дополнительные объекты анализа, необходимые для того, чтобы убедиться, что все остальные активы тщательно рассмотрены до поглощения:

- *Проведение аудита основных средств.* Прежде чем платить за активы, убедитесь в их наличии. В некоторых компаниях отчетность по основным активам находится в таком плохом состоянии, что активы, упомянутые в бухгалтерских книгах, могли быть проданы много лет назад. Эту проверку может провести оценщик или группа внутреннего аудита.
- *Оценка стоимости основных средств.* Даже если активы существуют, их стоимость может быть намного ниже той, что приведена в базе данных по основным активам. Чтобы точно узнать текущую стоимость всех активов, поручите проверку и определение стоимости активов оценщику. Окончательное оценочное заключение должно отражать два вида стоимости каждого актива — срочную ликвидационную стоимость и более высокую стоимость при более тщательном подходе к ликвидации. Эти два вида стоимости могут стать основным предметом переговоров между покупателем и поглощаемой компанией, так как покупатель захочет, чтобы цена была основана на срочной ликвидационной стоимости, а поглощаемая компания предпочтет продать свои активы по цене, установленной на основании более медленного метода ликвидации.
- *Выяснение наличия залоговых прав на активы.* Компании не следует покупать активы, если они обременены правом удержания. Обычно это происходит, когда поглощаемая компания использовала активы в качестве залога для получения ссуды или же использовала договоры аренды для покупки конкретных активов. Стандартная процедура при поглощении — добиться того, чтобы кредиторы отказались от прав удержания до завершения процесса поглощения. Это часто требует погашения задолженности кредиторам с помощью промежуточного кредита, который предоставляется на несколько недель или дней, начиная с даты ликвидации прав удержания до перевода денег от покупателя поглощаемой компании, которые затем используются для погашения промежуточного кредита.
- *Определение возможности взыскания дебиторской задолженности.* Если покупка включает всю текущую дебиторскую задолженность, выясните происхождение самых крупных счетов и подтвердите их у клиентов, которым были отправлены эти счета. Также отследите списания безнадежных долгов за предыдущие периоды, чтобы определить среднюю сумму, отражающую долю текущей дебиторской задолженности, которая может стать безнадежным долгом.
- *Проверка выверки всех банковских счетов.* Проверьте денежные суммы на всех чековых и инвестиционных счетах в банке и сверьте их с суммами,

указанными в бухгалтерских книгах компании. Кроме того, расследуйте все выверяемые статьи, чтобы убедиться в том, что они соответствуют действительности.

- *Проверка наличия и оценки остальных активов.* Обычно в бухгалтерских книгах имеется ряд мелких активов, таких как сумма выплат по страхованию жизни, арендные депозиты, ссуды служащим или должностным лицам. Все эти статьи должны быть проверены как путем изучения первоначальных контрактов, на которых они основаны, так и путем получения подтверждений от лиц, которые должны деньги поглощаемой компании.
- *Определение суммы налогового переноса убытков на будущие периоды.* Если покупатель приобретает у поглощаемой компании налоговый перенос убытков на будущие периоды, то он может использовать его для снижения собственного налогового бремени. Финансовый директор должен использовать специалистов по корпоративным налогам или внешних аудиторов, чтобы проверить правильность налоговых деклараций поглощаемой компании и законность заявленных убытков, на которых основан налоговый перенос. Он должен также просмотреть налоговые законы (которые постоянно меняются), чтобы быть уверенным в том, что компания имеет право на налоговый перенос убытков на будущие периоды (по существующим законам, эти убытки могут списываться только в течение очень длительного периода времени).

Пример аналитического отчета об активах приведен в табл. 21.5.

В колонке «суммарная оценка» табл. 21.5 приведена только срочная ликвидационная оценка приобретаемых активов, а две другие формы оценки активов указаны в колонке «дополнительная информация». Смысл такого подхода к оценке активов состоит в том, что финансовый директор представляет руководству самую низкую стоимость активов, какая только возможна, и этот показатель будет использован для определения самой низкой цены предложения о покупке активов целевой компании. Более высокие оценки активов включены в отчет в качестве примечаний на случай, если руководство решит предложить большую сумму и ему понадобятся верхние границы обоснованной цены предложения. Кроме того, стоимость остальных активов и налоговый перенос убытков на будущие периоды приведены по их чистой приведенной стоимости. Дисконтирование этих двух статей объясняется тем, что их срочная ликвидация может оказаться невозможной. Например, другие активы могут включать ссуды служащим или должностным лицам компании, которые можно будет взыскать лишь через несколько лет, и только часть налогового переноса обычно может быть использована каждый год. Поэтому, ставка дисконтирования для расчета чистой приведенной стоимости каждой из этих статей указана в колонке «дополнительная информация». Кроме того, списание безнадежных долгов из дебиторской задолженности является не тем

показателем, который использует целевая компания, а показателем, который рассчитан подчиненными финансового директора на основе их анализа истории списания безнадежных долгов и риска появления безнадежных долгов в существующей группе дебиторской задолженности.

Таблица 21.5. **Аналитический отчет об активах**

Описание	Дополнительная информация	Суммарная оценка
Оценка стоимости активов (срочная ликвидация)	18 500 000	16 000 000
Оценка стоимости активов (медленная ликвидация)	19 000 000	
Балансовая стоимость активов		
Балансовая стоимость активов с учетом действующих залогов	19 000 000	5 500 000
Балансовая стоимость дебиторской задолженности		
Рекомендуемый резерв на покрытие безнадежных долгов		–150 000
Оценка денежных средств и инвестиций		750 000
Чистая приведенная стоимость остальных активов	Учетная ставка 13%	629 500
Чистая приведенная стоимость налогового переноса убытков на будущие периоды	Учетная ставка 13%	$2 575 000
Суммарная оценка активов		**$25 304 500**

Если компания принимает решение о полном, а не частичном приобретении другой компании, тогда пассивы в балансовом отчете также будут частью покупки и потребуют анализа со стороны финансового директора. Основными направлениями анализа пассивов являются:

- *Выверка непогашенного долга с остатками кредитора.* Могут существовать расхождения между суммой долговых обязательств, указанной в бухгалтерских книгах компании, и суммой, требуемой кредитором, к оплате. Если есть сомнения относительно того, чья версия верна, необходимо всегда использовать сумму, указываемую кредитором, так как он не откажется от своего права удержания активов до тех пор, пока ему не уплатили в полном объеме.
- *Проверка наличия неучтенного долга.* Возможно, поглощаемая компания по ошибке отразила капитальный лизинг как операционный или учитывает в качестве расхода какую-то другую форму выплаты долга без отражения в учете соответствующего долгового обязательства. В таком случае необходимо отследить поток платежей поглощаемой компании, чтобы проверить, нет ли среди них продолжительных платежей, возможно, с одинаковой суммой, которая повторяется от одного периода к другому и указывает на наличие долга.
- *Проверка кредиторской задолженности.* Необходимо убедиться в том, что вся кредиторская задолженность, указанная в бухгалтерских книгах

поглощаемой компании, представляет собой фактические расходы, а не дублирование предыдущих платежей. Также необходимо изучить кредиторскую задолженность, не подкрепленную подтверждающей документацией, чтобы выяснить, все ли расходы одобрены и обязательны, и нет ли дополнительных счетов, которые не подкреплены соответствующими записями о текущей кредиторской задолженности в бухгалтерских книгах.

- *Проверка начисленных обязательств.* Поглощаемая компания, которая хочет добиться максимально возможной цены продажи, занизит эти расходы, поэтому необходимо тщательно проверить наличие всех возможных начисленных расходов, а затем провести их пересчет, чтобы убедиться в точности основных расходов, которые, в конечном счете, компенсируются этими начислениями. Наиболее распространены следующие начисленные обязательства:
  - налоги на прибыль;
  - налоги на заработную плату;
  - налоги на личную собственность;
  - расходы на гарантийное обслуживание;
  - отзыв некачественной продукции.

Все вышеизложенные направления анализа сведены в примерном аналитическом отчете о пассивах, представленном в табл. 21.6. Особый интерес представляют статьи, связанные с проблемами выверки, такими как дополнительный долг или дополнительная кредиторская задолженность, а также внесение исправлений в начисленные обязательства. Все эти поправки используются при переговорах о снижении цены поглощаемой компании, поскольку, чем выше пассивы, тем ниже ее чистая стоимость.

Для оценки рентабельности поглощаемой компании финансовый директор может использовать несколько методов. Первый заключается в отслеживании тенденций по нескольким ключевым переменным величинам, поскольку они будут указывать на снижение рентабельности. Также важно сегментировать расходы и доходы по клиентам, чтобы было видно, не приходится ли на некоторых клиентов чрезмерная доля расходов. Далее, возможно удастся определить трудозатраты на каждую крупную сделку, чтобы оценить возможность снижения расходов за счет использования эффективных методов обработки трансакций, имеющихся у компании-покупателя. Цель этого анализа — быстро оценить текущее состояние и тенденцию прибыли поглощаемой компании, а также выявить тех клиентов и те издержки, которые связаны с основной частью прибылей или убытков. Основными направлениями анализа являются:

- *Анализ тенденции изменения выручки.* Если обнаруживается спад темпов роста или абсолютное снижение выручки, то определите долю рынка

Таблица 21.6. **Аналитический отчет о пассивах**

Название	Дополнительная информация	Суммарные доходы и расходы
Балансовый остаток долга		$3 750 000
Плюс: дополнительный остаток у кредитора	см. примечание 1	15 000
Плюс: незарегистрированный капитальный лизинг	см. примечание 2	175 000
Балансовый остаток кредиторской задолженности		2 200 000
Плюс: незарегистрированная кредиторская задолженность	см. примечание 3	28 000
Минус: продублированная кредиторская задолженность	см. примечание 4	–2 000
Балансовый остаток начисленных обязательств		450 000
Плюс: дополнительные начисления налога на имущество	см примечание 5	80 000
Плюс: начисления на страхование компенсации для рабочих	см. примечание 6	15 000
Суммарная оценка пассивов		**$6 711 000**

Примечание 1 Компания отразила просроченную выплату процентов на сумму 15 000 долл. как сокращение долга.

Примечание 2 Капитальный лизинг шести вилочных погрузчиков отражен как расходы.

Примечание 3 Нет счета поставщика, подтверждающего поставки, полученные в последний день месяца.

Примечание 4: Счета поставщиков на внутренние строительные работы отражены одновременно в статьях погашенной и непогашенной кредиторской задолженности.

Примечание 5: Первоначальное начисление не учитывает повышения налоговой ставки на 2,3%.

Примечание 6. Первоначальное начисление основано на уровне заработной платы, который на 15% ниже фактической суммы заработной платы.

компании, чтобы выяснить, не кроется ли причина этого в общем сокращении рынка. Если нет, то изучите продажи по отдельным видам продукции и отдельным клиентам, чтобы установить точную причину этой проблемы.

- *Анализ тенденции изменения расходов по безнадежным долгам.* По мере насыщения рынка и, как следствие, замедления прироста продаж, руководство компании может смягчать условия кредита, увеличивая объем продаж за счет более высокого уровня безнадежного долга, который может превысить дополнительную валовую прибыль, полученную от дополнительных продаж. Чтобы проверить, не прибегла ли поглощаемая компания к такому способу увеличения продаж, изучите тенденцию изменения списаний по безнадежным долгам и убедитесь в отсутствии значительного роста. Также проверьте текущую дебиторскую задолженность по старым счетам, которые еще не списаны в качестве безнадежного долга, а также проследите наличие товарных кредитов, которые в действительности являются безнадежным долгом. Сумма этих статей составляет действительные расходы по безнадежному долгу.

Анализ тенденции изменения скидок с продаж. Исходя из последней статьи, руководство может заранее предлагать клиентам скидки за дополнительные объемы покупаемых товаров или привлекать клиентов, которые имеют привычку использовать скидки, независимо от того, предоставлены они или нет. Такие приемы наиболее распространены, когда продажи компании больше не имеют тенденции к росту, и руководство ищет новые способы их стимулирования, даже ценой уменьшения прибыли из-за предоставления скидок. Информация о скидках может храниться в отдельном счете по скидкам с продаж или же находиться на счетах товарных кредитов других типов.

Анализ тенденции изменения затрат на сырье и материалы. Для большинства организаций, действующих не в сфере услуг, этот вид расходов является наиболее крупным, а поэтому требует должного внимания. Финансовый директор, проводя проверку «дью дилидженс», вряд ли способен вникнуть во все возможные аспекты материальных затрат, такие как изменение отходов производства, покупные цены или циклические поправки. Однако легко провести трендовую линию затрат на сырье и материалы за несколько последних лет, чтобы увидеть, изменяются ли эти расходы пропорционально продажам. Вследствие высокой общей стоимости материалов, небольшое увеличение затрат здесь сопоставимо с полными издержками некоторых подразделений компании. Поэтому изменение всего на 1% в этой категории расходов является серьезной причиной для беспокойства.

Анализ тенденции изменения прямых расходов на оплату труда. Трендовую линию прямых расходов на оплату труда следует анализировать практически так же, как и изменение материальных затрат. Хотя эти расходы обычно намного меньше расходов на сырье и материалы, они все же достаточно велики, чтобы стать причиной беспокойства при тенденции к их существенному росту.

Анализ тенденции изменения валовой прибыли. Разумно сравнить этот показатель со средними показателями в отрасли или с показателями отдельных конкурентов. Таким образом, поглощающая компания может получить некоторое представление о производственной эффективности компании, которую она пытается купить.

Анализ тенденции изменения чистой прибыли. Если размер валовой прибыли кажется вполне приемлемым, перейдите к анализу тенденции изменения чистой прибыли. Если наблюдается тенденция к снижению, которая не была выявлена во время предшествующего анализа валовой прибыли, тогда необходимо сосредоточиться на объеме продаж, общих и административных расходах, чтобы выяснить причину роста себестоимости.

Установление величины валовой прибыли по видам продукции. Изучите показатель валовой прибыли от каждого продукта на уровне прямых

издержек, чтобы определить, какие из них приносят очень низкую прибыль и должны быть либо изъяты с рынка, либо повышены в цене. По возможности, определите также стоимость основных средств, которые связаны с каждым видом продукции (т. е. оборудование для производства определенной продукции), чтобы покупатель мог предусмотреть в бюджете сокращение активов одновременно с прекращением сбыта той или иной продукции.

- *Анализ тенденции изменения численности непроизводственного персонала в расчете на одного крупного клиента.* Накладные расходы, необходимые для поддержания выгодной клиентской базы, можно определить с помощью показателя отношения численности непроизводственного персонала к количеству крупных клиентов. Это исследование можно значительно расширить, определив, какие клиенты требуют от обслуживающего персонала чрезмерных временных затрат, хотя эта информация редко бывает доступной.
- *Анализ тенденции изменения численности непроизводственного персонала в расчете на одну трансакцию.* Определите число служащих, участвующих в обработке всех основных трансакций, таких как кредиторская и дебиторская задолженность, прием грузов и снабжение, и разделите это число на годовое количество всех этих трансакций. Если число служащих, участвующих в обработке каждой трансакции, кажется чрезмерно большим, то компания-покупатель может сократить расходы на персонал в этих областях.

Будучи частью проверки «дью дилидженс», эти показатели и трендовые линии покажут финансовому директору, на чем необходимо сосредоточить основное внимание аналитической группы при определении масштабов проблемных областей и их влияния на прибыльность. В табл. 21.7 показан пример аналитического отчета, где представлен качественный анализ каждой области, поскольку его целью является выявление дополнительных проблем, а не оценка поглощаемой компании.

Ключевое значение при покупке компании в целом имеет анализ ее денежных потоков. Если финансовый директор упустит этот аспект, то компании-покупателю, возможно, придется платить за организацию, которая нуждается в крупном дополнительном вливании денежных средств. Основными направлениями анализа движения денежных средств являются:

- *Анализ тенденции изменения чистого движения денежных средств до выплат основного долга и процентов.* Начните с денежных потоков, указанных в соответствующем отчете. Затем устраните влияние выплат основного долга и процентов, поскольку крупные денежные потоки по этим двум статьям могут скрыть вполне благополучную основную деятельность компании. При наличии очевидной дополнительной потребности в денежных средствах для приобретения основных средств или

Таблица 21.7. **Аналитический отчет о прибыльности**

Вид проведенного анализа	Примечания
Анализ тенденции изменения выручки	Последние два года происходило падение относительных темпов роста.
Анализ тенденции изменения расходов по безнадежным долгам	Расходы по безнадежным долгам возросли из-за ослабления кредитных стандартов
Анализ тенденции изменения скидок с продаж	80% новых клиентов получили скидки с продаж от 10 до 15%
Анализ тенденции изменения затрат на сырье и материалы	Без существенных изменений
Анализ тенденции изменения прямых расходов на оплату труда	Без существенных изменений
Анализ тенденции изменения валовой прибыли	За последние два года валовая прибыль сократилась на 13%, целиком из-за увеличения безнадежных долгов и скидок с продаж
Анализ тенденции изменения чистой прибыли	Чистая прибыль сократилась несколько больше, чем выявлено анализом изменения валовой прибыли.
Установление величины валовой прибыли по видам продукции	В последние два года наблюдается снижение валовой прибыли от сбыта всех продуктов.
Установление величины валовой прибыли по клиентам	Валовая прибыль от продаж старым клиентам сохраняется на прежнем уровне, но прибыль от продаж новым клиентам значительно ниже.
Анализ тенденции изменения численности непроизводственного персонала в расчете на одного крупного клиента	В последние два года наблюдается небольшое увеличение числа служащих, ответственных за взыскание долгов, из-за сложности взыскания долга с новых клиентов
Анализ тенденции изменения численности непроизводственного персонала в расчете на одну трансакцию	Без существенных изменений

Заключение и рекомендации: рост продаж поглощаемой компании замедлился, поэтому для стимулирования продаж компания переориентировалась на клиентов с более низкой платежеспособностью, которые не могут платить вовремя и готовы покупать продукцию только по более низким ценам, что приводит к увеличению накладных расходов, необходимых для обслуживания этих счетов. Для повышения прибыли рекомендуется сократить количество клиентов с низкой платежеспособностью, которые приносят небольшую прибыль, а также все связанные с этим накладные расходы.

оборотного капитала, выявите причину этой ситуации и переходите к следующим объектам анализа движения денежных средств. Таким образом, первая трендовая линия должна выявить наличие проблемы и точнее определить ее.

- *Анализ тенденции изменения оборотного капитала.* Неэффективные методы анализа кредита покупателям или недостаточные усилия по взысканию долга приведут к увеличению инвестиций в дебиторскую задолженность, а избыточное производство или моральный износ

продукции повысят инвестиции в товарные запасы. Кроме того, сокращение сроков кредита, предоставленного до произведения выплат поставщикам, уменьшает размер беспроцентного кредита, который компания получает от них. Чтобы выяснить, нет ли проблем в этой области, сложите суммарную дебиторскую задолженность и товарно-материальные запасы и вычтите остаток кредиторской задолженности, получив в итоге общий размер оборотного капитала. Затем отобразите эти данные на графике за период не менее одного года. Если наблюдается устойчивый рост суммарного оборотного капитала, определите, какой из этих трех компонентов стал причиной проблемы.

- *Сегментация вложений в оборотный капитал по клиентам или видам продукции.* Чтобы выявить определенного клиента, с которым связан рост оборотного капитала, нужно сосредоточить внимание на дебиторской задолженности и вложениях в запасы готовой продукции, а для определения конкретного вида продукции, также вызвавшего рост оборотного капитала, необходимо изучить вложения в запасы. Эту информацию следует сопоставить с анализом прибыли по отдельным клиентам и видам продукции, чтобы определить, нет ли низкоприбыльных и высокозатратных клиентов или видов продукции, от которых следует отказаться.
- *Анализ тенденции изменения капитальных закупок.* Этот аспект довольно легко изучить, исследовав категорию основных средств, так как эта информация представлена в бухгалтерском балансе. Однако могут иметься серьезные основания для существенного увеличения инвестиций в основные средства, такие как автоматизация, приобретение нового оборудования или общий уровень конкурентоспособности в отрасли, постоянно требующей капитальных улучшений. Только зная основные причины использования денежных средств в этой области, можно предположить, что здесь можно сэкономить денежные средства за счет сокращения объемов приобретения активов. Отчет, который финансовый директор составляет в рамках анализа денежных потоков, состоит, главным образом, из суждений относительно целесообразности денежных потоков в прошлые годы, оценки будущих денежных потоков и предложений о том, как поглощающая компания может изменить эти потоки с помощью определенных мер в области управления. Пример такого отчета представлен в табл. 21.8.

Помимо чисто финансовых аспектов, существует широкий спектр правовых вопросов, которые должны быть рассмотрены юристами. В большинстве случаев отмеченные здесь объекты анализа связаны с различными видами контрактов. Основная цель анализа заключается в том, чтобы понять, возможно ли их расторжение в случае смены корпоративного собственника. Многие контракты предусматривают такую возможность, чтобы обремени-

Таблица 21.8. **Аналитический отчет о движении денежных средств**

Виды проведенного анализа	Примечания
Анализ тенденции изменения чистого движения денежных средств до выплат основного долга и процентов	Поглощаемая компания испытывает крупный отток денежных средств, как в области оборотного капитала, так и в области основных средств.
Анализ тенденции изменения оборотного капитала	Наблюдается значительный отток денежных средств вследствие дебиторской задолженности в размере 2 000 000 долл., инвестированных в Gidget Company, а также крупных вложений в пять распределительных складов для ее продукта Auto-Klean, каждый из которых требует запасов в размере 1 500 000 долл.
Сегментация вложений в оборотный капитал по клиентам или видам продукции	Основной отток денежных средств приходится на долю клиента Gidget Company и продукта Auto-Klean.
Анализ тенденции изменения капитальных закупок	Приобретено автоматическое оборудование на сумму 10 000 000 долл. для повышения прибыли от продаж клиенту Gidget Company.

Заключение и рекомендации: имеется крупное вложение капитала в сбыт продукции компании Gidget Company, что не оправдано 5% доходом с продаж этому клиенту. Вложение в дебиторскую задолженность в размере 2 000 000 долл. может быть устранено путем прекращения продаж этому клиенту и 5 000 000 долл. может быть получено от продажи автоматического оборудования, используемого для производства изделий для него. Число распределительных складов для продукта Auto-Klean может быть уменьшено до двух, что снизит вложение капитала в товарные запасы на 3 000 000 долл. Размер денежных вложений, которые могут быть прекращены в результате этих мер, составляет 10 000 000 долл.

тельные соглашения не привели к срыву потенциально дорогостоящего приобретения. Основными объектами юридической проверки являются:

- *Устав корпорации.* Этот документ включает в себя так называемые условия «ядовитой пилюли», которые направлены на то, чтобы сделать смену владельцев очень дорогостоящей.
- *Разрешение государственного органа на создание корпорации, включая изменение наименований.* Этот документ необходим, чтобы установить все наименования, под которыми действует поглощаемая компания, что необходимо для поиска титульных прав на недвижимость.
- *Трудовые контракты.* Ключевые служащие могут иметь гарантированно высокий уровень оплаты труда в течение нескольких лет или право на «золотой парашют», гарантирующее им большое вознаграждение в случае продажи компании.
- *Техническая документация.* Эти документы содержат записи о любых дефектах в конструкции зданий корпорации, которые могут потребовать дорогостоящего ремонта.
- *Экологический риск.* Просмотрите всю литературу, полученную от Управления по охране окружающей среды и Управления охраны труда, и

проведите исследование вредного воздействия на окружающую среду вокруг всех зданий компании, чтобы установить масштабы потенциальной экологической ответственности.

- *Страховые полисы.* Убедитесь в том, что существующие страховые полисы покрывают все главные риски, которые не покрыты мерами внутренней безопасности. Сравните также эти полисы с полисами покупателя, чтобы выяснить, возможна ли экономия средств при объединении страховых полисов обеих компаний.
- *Профсоюзные соглашения.* Если в поглощаемой компании есть профсоюз, то коллективный договор может содержать невыгодные условия, связанные с правилами работы, гарантированными повышениями зарплаты, пособиями или гарантиями выделения средств на переподготовку в случае закрытия завода, либо щедрыми льготами.
- *Договоры аренды.* Составление графика всех действующих арендных договоров покажет покупателю масштабы денежных обязательств по аренде активов, а также процентные ставки и любые штрафы за досрочное прекращение арендных договоров.
- *Лицензии.* Возможно, лицензия поглощаемой компании на осуществление коммерческой деятельности, обычно выдаваемая местными органами власти или же другой компанией, по отношению к которой она является дистрибьютором или участником договора франшизы, не может быть передана при смене владельцев. Это может стать откровением для покупателя, который вдруг обнаруживает, что он не может пользоваться только что купленной компанией.
- *Судебные процессы.* Эта обширная область требует тщательной проверки, прежде чем юрисконсульт сможет получить достоверную информацию о масштабах возможной ответственности по текущим и потенциальным судебным процессам. Эта проверка должна охватить все гражданские иски и уголовные дела, которые могут касаться споров по контракту, мошенничества, дискриминации, нарушения трудовых контрактов, неправомерного прекращения их действия, неполного раскрытия информации, мошеннических методов торговли, антимонопольных исков и других вопросов. Анализ должен охватывать также налоговые претензии и уведомления о возможном судебном преследовании, полученные от любой из следующих государственных организаций:
  - Министерство юстиции
  - Министерство труда
  - Комиссия по вопросу равных возможностей занятости
  - Федеральная торговая комиссия
  - Налоговая служба
  - Комиссия по ценным бумагам и биржам (касается только публичных корпораций)

- *Маркетинговые материалы.* Реклама продукции поглощаемой компании может быть источником потенциальной судебной тяжбы, если рекламируемые качества продукции преувеличены.
- *Пенсионные планы.* Определите долю пенсионного плана, финансируемую работодателем. Это потребует привлечения актуария для проверки текущих расходов на будущее финансирование.
- *Соглашения о гарантии качества изделия.* Изучите гарантийное соглашение, которое издается при выпуске каждого изделия, чтобы проверить срок его действия и выяснить, какие условия возмещения установлены в случае поломки изделия.
- *Соглашения о спонсорстве.* Поглощаемая компания может иметь долгосрочное обязательство по финансированию определенного мероприятия, что потребует значительных расходов на его поддержание или прекращение.
- *Контракты с поставщиками или клиентами.* Поглощаемая компания может быть вовлечена в долгосрочное соглашение с одним или несколькими поставщиками или клиентами, возможно, с неблагоприятными условиями, которые будут оказывать существенное влияние на размер прибыли, если покупатель приобретет компанию.

Хотя вышеупомянутые нефинансовые проблемы связаны в основном с юридическими обязательствами корпорации, в определенных случаях финансового директора могут попросить дать оценку возможных сопутствующих затрат. Например, можно определить размер дополнительных расходов, которые потребуются для удовлетворения условий «ядовитой пилюли». Можно также определить чистую приведенную стоимость трудовых контрактов, со-

Таблица 21.9. **Аналитический отчет по договорным и юридическим вопросам**

Название	Дополнительная информация	Сумма расходов
Выплаты по условиям «ядовитой пилюли»	Устав корпорации, раздел 2, статья 14	$12 500 000
Положение о «золотом парашюте»	Для всех должностных лиц	3 250 000
Дисконтированная стоимость всех лизинговых договоров	Копировальное оборудование, грузоподъемники	320 000
Дисконтированные потребности в финансировании пенсионного плана		4 750 000
Дисконтированная стоимость спонсорского соглашения		220 000
Штраф за расторжение долгосрочных контрактов с поставщиками		540 000
Общая стоимость договорных и юридических вопросов		**$21 580 000**

глашений с профсоюзами и договоров аренды, которые требуют определенного минимального набора платежей за определенный период времени. Пример формы, используемой для сведения этих расходов, представлен в табл. 21.9.

ОЦЕНКА ПОГЛОЩАЕМОЙ КОМПАНИИ

Оценка компании носит сугубо субъективный характер. При определении стоимости должны быть рассмотрены все нижеприведенные аспекты:

- *Тип предприятия.* Рынок дает разную оценку компаниям различного типа. Например, предприятия сферы обслуживания, выживание которых основывается на почасовой выручке служащих, обычно оценивают в сумму годовой выручки или менее, а производственные компании часто оценивают в сумму, равную четырехкратному размеру выручки и более. Наглядным примером последних лет являются компании, производящие компьютерные системы безопасности, стоимость которых после террористических актов 11 сентября на короткое время вырастала до 17-кратного размера выручки.
- *Рыночный цикл.* На оценку компании сильное влияние оказывает конъюнктура рынка. Во время недавнего «мыльного пузыря» на рынке стоимость всех видов компаний была в несколько раз выше, чем сейчас. Рыночный цикл может варьироваться в зависимости от отрасли, в которой работает компания; например, стоимость телекоммуникационных компаний сейчас минимальна, в то время как компании, работающие в других отраслях, имеют сравнительно более высокую оценку.
- *Денежный поток.* Одной из наиболее важных основ оценки является денежный поток, так как покупатель может использовать эту информацию для того, чтобы рассчитать период времени, необходимый для возврата денег, потраченных на приобретение. Обычно он считается более точным показателем цены, чем прибыль, которая может неверно отражать истинное финансовое состояние компании.
- *Выручка.* Несомненно, выручка является основным фактором оценки, поскольку дает приблизительное представление о масштабах деятельности компании. Однако осмотрительный покупатель должен также изучить структуру себестоимости компании, чтобы определить, не «покупала» ли компания, по существу, свои продажи, устанавливая заниженные цены на товары или услуги, и не выглядит ли соответствующая структура издержек раздутой.
- *Выручка от продукции и от услуг.* Производственные компании обычно имеют намного более высокую стоимость, чем компании в сфере услуг, даже если они имеют одинаковые уровни выручки. Различие

в стоимости, которое может доходить до пяти к одному, объясняется более высокой нормой прибыли, брендовыми преимуществами и конкурентными позициями, которые могут быть достигнуты с помощью продуктов, в то время как предприятие сферы обслуживания может пострадать от резкого сокращения выручки, если его покинут ведущие специалисты. Кроме того, покупателю намного проще и быстрее включить в свой процесс производства сбыт продукции, чем большой штат сотрудников, необходимый для предприятия сферы обслуживания, поскольку корпоративные культуры могут не стыковаться.

Технология. Компания, которая добилась необычно высокой эффективности в сбыте или производстве за счет использования технологических достижений, как правило, будет иметь высокий повышающий коэффициент при оценке. Это не обязательно говорит о том, что были внедрены самые передовые технологии, а скорее о том, что ключевые технологические нововведения были вплетены в операционную практику компании, что привело к заметному снижению издержек производства или улучшению технологических процессов.

Возможности сбыта. Стоимость компании будет оценена более высоко, если она обладает исключительными способностями в отношении сбыта своей продукции. Это может включать отличное условие государственных поставок, развитие важных связей с крупными покупателями, совместные продажи с другими компаниями, привлечение известных специалистов в области продаж или использование высокоэффективных структур продвижения продукции.

Сложность повторения. Если покупатель понимает, что барьеры для вхождения в сферу деятельности поглощаемой компании являются высокими, или расходы на воспроизведение операций компании огромны, то он будет более склонен уплатить за нее высокую цену. Например, дублирование базы данных компании может потребовать так много времени, что покупатель будет оценивать поглощаемую компанию только на основе расходов, которые ему пришлось бы понести для создания базы данных с нуля.

Риск истекающих контрактов. Компания, чьи доходы тесно связаны с краткосрочными продажами, и у которой в ближайшем будущем нет перспектив на обновление портфеля заказов, будет иметь более низкую стоимость, чем организация, обладающая устойчивым портфелем заказов и явными признаками наличия долгосрочных коммерческих соглашений со своими клиентами.

Обязательства, связанные с постоянными расходами. Наличие долгосрочных платежных обязательств может оказать сильное влияние на оценку стоимости компании. Наиболее распространенным примером в этой области является аренда недвижимости или оборудования, а также долгосрочные контракты личного найма, которые гарантируют

выплаты. Покупателю нужна максимальная гибкость, чтобы улучшить структуру расходов компании, чему будут препятствовать эти обязательства.

- *Капиталовложения.* Если компания действует в капиталоемкой отрасли, а существующая база активов устарела и требует замены в короткие сроки, то бремя этих расходов ляжет на покупателя, поэтому ему следует вычесть ожидаемые расходы из стоимости компании.
- *Бизнес-план.* При наличии в компании первоклассных процессов планирования, направляющих ее в прибыльные сегменты рынка, стоимость корпорации может возрасти. Напротив, компания, которая неправильно позиционирована на рынке, может столкнуться с проблемами при получении оценки.
- *Уровень конкуренции.* Если в отрасли, где работает компания, существует значительная конкуренция, то это окажет отрицательное влияние на оценку, особенно в том случае, если уровень конкуренции неблагоприятно отражается на ценах или вынуждает компанию сокращать производство.
- *Менеджмент.* Структура расходов компании, ее позиции на рынке и отношения с клиентами во многом зависят от профессиональных качеств команды менеджеров. Если эта группа считается первоклассной, оценка корпорации может быть повышена, поскольку эти люди обычно обладают исключительным опытом в наращивании бизнеса, а также в предвидении и решении операционных проблем.
- *Клиентская база.* Существенными факторами в определении стоимости компании являются размеры, тип и распределение клиентов. Например, компания с единственным клиентом рискует лишиться всего товарооборота в случае недовольства клиента. Наоборот, широкая и разнообразная клиентура, и особенно крупные клиенты, которые могут обеспечить широкий товарооборот, снижает риск потери продаж.
- *Неизбежный риск.* Компания, чье финансовое состояние может подвергаться значительному влиянию различных неблагоприятных ситуаций, будет иметь более низкую оценку. Например, фермерские хозяйства могут существенно пострадать от засухи.
- *Судебные процессы.* Ничто так не настораживает покупателя, как незавершенные судебные процессы, особенно требующие крупной компенсации. Даже если в настоящий момент компания не вовлечена в судебный процесс, перспектива его возбуждения, основанная на судебных процессах против других компаний в данной отрасли, может оказать негативное воздействие на оценку компании.
- *Патенты.* Если компания обладает ключевыми патентами или процессами, которые дают ей явное конкурентное преимущество, то это может повысить ее оценку.

- *Продвижение бренда.* Если компания потратила много времени и сил на создание брендов на свои товары или услуги, ее оценка может значительно возрасти.
- *Ключевые показатели.* Некоторые показатели явно указывают на отличные производственные показатели, демонстрируя, что компания, вероятно, так эффективно управляет активами и расходами, что ее оценка заслуживает определенного повышения. Критериями, которые могут быть использованы для этой цели, являются прибыль в расчете на служащего, занятого полный рабочий день, денежная рентабельность продаж, отношение продаж к основным средствам, число дней дебиторской задолженности и число дней запасов.

Независимо от того, какой из вышеперечисленных методов оценки используется, текущая сумма всех долгов и другой кредиторской задолженности на момент поглощения должна вычитаться из оценки, иначе покупателю придется погашать эту задолженность.

Хотя все вышеупомянутые приемы полезны для уточнения оценки компании, но чтобы определить общий диапазон между максимальной и минимальной ценой, в пределах которого будут вестись переговоры с покупателем, используются следующие количественные методы:

- *Кратное доходам.* До тех пор, пока в отчетах указывается прибыль, покупатели часто будут концентрировать внимание на сравнении уплаченных цен с доходами в других недавних поглощениях в данной отрасли. Как правило, это приводит к более высокой оценке. Этот метод позволяет легко определить общий диапазон цен, хотя необходимо уделить большое внимание вышеупомянутым качественным показателям, чтобы выяснить, насколько поглощаемая компания соответствует требованиям покупателя. Приведем пример: если компания с доходом в 7 млн долл. покупается с коэффициентом 2, то покупная цена составит 14 млн долл.
- *Реализационная стоимость активов.* Группа оценщиков (обычно один от покупателя и один от продавца) может проанализировать активы поглощаемой компании, чтобы определить сумму, которую получил бы продавец при продаже всех этих активов. Поскольку этот метод не учитывает нематериальные активы, такие как стоимость брендов, патентов, торговых марок, особые знания и т. д., он приводит к более низкой оценке поглощаемой компании. Поэтому между покупателем и продавцом могут возникнуть споры относительно стоимости нематериальных активов, что приведет к несколько более высокой цене за компанию.
- *Приведенная стоимость денежных потоков.* Самым практичным подходом к оценке компании с точки зрения покупателя является определение суммы денежных средств, которую поглощаемая компания

передает покупателю, корректировка ее в соответствии с вероятными изменениями в результате поглощения, а затем подсчет чистой приведенной стоимости денежных потоков средств за несколько лет. Это покажет покупателю, какую сумму денежных средств он получит в результате поглощения в ближайшем будущем, которую он сможет использовать для покрытия цены покупки. Однако этот подход имеет несколько недостатков. Во-первых, компания-продавец выставляет себя на продажу в тот момент, когда считает, что отчетный уровень денежных потоков максимален, например, в период пика продаж. Если покупатель в своих расчетах приведенной стоимости предполагает, что этот уровень продаж сохранится в будущем, то он серьезно завысит предлагаемую цену. Во-вторых, продавец, вероятно, завысит количество и сумму нетипичных расходов, которые можно отделить от текущих доходов, чтобы получить более высокий уровень денежного потока. Поэтому доверие к этим показателям может привести к чрезмерной покупной цене. В-третьих, ставка дисконтирования, используемая при расчете приведенной стоимости денежных потоков, будет оспариваться продавцом, которому выгоднее использовать низкую ставку дисконтирования, обеспечивающую максимально высокую оценку. Покупателю выгодно использовать более высокую ставку дисконтирования, которая отражает риск снижения прибыли в последующие годы и приводит к более низкой цене. В результате, как правило, устанавливаются высокая и низкая ставки дисконтирования, которые используются для расчета диапазона возможных цен, в пределах которого покупатель и продавец ведут переговоры об окончательной цене. Наконец, продавец захочет капитализировать потоки денежных средств на много лет вперед, чтобы получить самую высокую оценку; покупатель должен противиться этому и ограничить период анализа до пяти или, в крайнем случае, до десяти лет, на том основании, что в далеком будущем финансовые результаты являются крайне неопределенными. В табл. 21.10 показано, как корректировать денежные потоки поглощаемой компании, чтобы получить вероятные долгосрочные денежные потоки.

Продолжая пример из табл. 21.10, предположим, что компания-покупатель оценивает текущее улучшение денежных потоков после первого года в 20% ежегодно. Кроме того, покупатель и продавец сошлись на ставке дисконтирования 12%. Используя эти данные, мы получим суммарную приведенную стоимость денежных потоков в размере 2 044 240 долл., как показано в табл. 21.11.

Определение покупной цены поглощаемой компании — скорее искусство, чем наука. Методы, описанные в этой главе, с легкостью опираются на расчеты, но покупатели, как известно, платят гораздо более высокие цены, чем те, которые получаются в результате таких расчетов. Причины этого обычно

Таблица 21.10. **Корректировка отчетных денежных потоков**

Вид корректировки	Исправленная сумма (долл.)	Пояснения
Отчетный денежный поток	250 000	
Чрезмерная зарплата владельца	+150 000	Менеджер компании заменит владельца
Расходы на содержание автомобиля владельца	+45 000	
Платежи процентов	+72 000	Покупатель выплатит долги
Капитальные закупки	–120 000	Текущая замена активов
Чистый денежный поток	397 000	

связаны с мнением покупателя, что поглощаемая компания хорошо подходит ему стратегически, что может привести к значительному росту прибыльности. Покупатели должны особенно тщательно проводить проверку «дью дилидженс», если цены поднялись очень высоко благодаря сложившемуся мнению о стратегическом соответствии, чтобы у них не возникало ни малейших сомнений в достижении поразительных приростов прибыли от этого приобретения. В противном случае, покупатель идет к крупному списанию от покупной цены.

Таблица 21.11. **Расчет приведенной стоимости денежных потоков**

Год	Годовые денежные потоки	Приведенная стоимость 1 через *n* периодов по ставке 12%	Приведенная стоимость денежных потоков
1	397 000	0, 8929	354 481
2	476 400	0, 7972	379 786
3	571 700	0, 7118	406 936
4	686 000	0, 6355	435 953
5	823 200	0, 5674	467 084
			2 044 240

БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ ПРИ ПОГЛОЩЕНИИ

Закончив рассмотрение процедуры «дью дилидженс» и оценки приобретаемой компании, перейдем к бухгалтерским методам, которые следует использовать для отражения поглощения в бухгалтерских книгах компании. Хотя большинство бухгалтерских вопросов опускается на уровень финансового контролера или старшего бухгалтера компании, финансовый директор захочет проанализировать эту область бухгалтерского учета, поскольку ошибка здесь

может оказать серьезное влияние на общие показатели корпорации. Остальные разделы этой главы посвящены бухгалтерскому методу покупки, применяемому при поглощении, а также затратному, капитальному и консолидированному методам, которые используются для учета приобретений различных частей другой компании. Мы также расскажем, как вести бухгалтерский учет внутрифирменных сделок между компанией-покупателем и поглощаемой компанией после совершения покупки, а также осветим такие вопросы, как условные платежи, учет по методу понижения, выкупы с «рычагом» и сделки, связанные с передачей акционерам части активов вновь образуемой дочерней компании.

МЕТОД ПОКУПКИ*

Вкратце, этот подход к бухгалтерскому учету при слиянии компаний предполагает, что компания-покупатель распределяет покупную цену между покупаемыми активами по справедливой рыночной стоимости, а любую оставшуюся часть покупной цены отражает на счете «гудвилл» (goodwill). Оплата покупки компании может осуществляться в любой форме, например, акциями, деньгами или имуществом.

Бухгалтерский учет покупки состоит из трех основных шагов. Первый шаг заключается в определении покупной цены, второй — в распределении этой цены между различными активами поглощаемой компании, а третий — во включении неполных годовых результатов купленной компании в финансовые отчеты покупателя в год покупки. Проблема первого шага состоит в том, что покупная цена основана на справедливой рыночной стоимости компенсации, которую получает продавец. Например, если за покупку расплачиваются акциями, то они должны быть оценены по справедливой рыночной стоимости. Если в качестве части оплаты выступают казначейские акции компании, то они также должны быть оценены по справедливой рыночной стоимости. Если акции покупателя слабо торгуются или сконцентрированы у небольшой группы владельцев, то могут потребоваться услуги инвестиционного банка или оценщика, которые могут использовать различные модели оценки и исследования отрасли, чтобы определить цену акции.

Второй шаг в методе покупки заключается в распределении покупной цены между активами и пассивами поглощаемой компании, которые затем отражаются в бухгалтерском учете покупателя. Метод оценки меняется в зависимости от оцениваемой статьи бухгалтерского баланса поглощаемой компании. Основными правилами оценки являются:

---

* Часть этой главы, касающаяся бухгалтерского учета, начиная с раздела «Метод покупки» и далее, взята в переработанном виде с разрешения издательства из *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002), chapter 34.

Дебиторская задолженность. Эти активы учитываются по текущей стоимости, за вычетом резерва на покрытие безнадежных долгов. Учитывая чрезвычайно короткий период времени, в течение которого существуют эти активы, в целом нет необходимости дисконтировать эту оценку, если только не имеется дебиторская задолженность с очень долгим сроком погашения. Кроме того, поскольку сделка поглощения, как правило, завершается лишь через несколько месяцев после даты поглощения (учитывая объем работы по осуществлению бухгалтерских проводок), размер резерва на покрытие безнадежных долгов можно очень точно определить на дату приобретения.

Ликвидные ценные бумаги. Эти активы должны учитываться по справедливой рыночной стоимости. Это прекрасная возможность для покупателя повысить цену бумаг до справедливой рыночной стоимости (если последняя выше), поскольку общепринятые принципы бухгалтерского учета (GAAP) обычно разрешают отражать только снижения рыночной стоимости. Поэтому в этой области существует возможность распределения дополнительной части покупной цены сверх первоначальной стоимости актива. Однако, поскольку большинство компаний вкладывает средства только в краткосрочные и высоко ликвидные ценные бумаги, то вряд ли стоит ожидать значительного прироста их стоимости.

Запасы — сырье. Эти активы следует учитывать по восстановительной стоимости. Это может стать проблемой, если поглощаемая компания работает в отрасли, например, производства компьютеров, где стоимость запасов резко падает с появлением на рынке новых изделий. Поэтому после покупки покупатель может обнаружить, что стоимость запасов значительно ниже, чем первоначально представлялось по материалам бухгалтерского учета поглощаемой компании.

Запасы — готовая продукция. Эти активы следует учитывать по отпускной цене, за вычетом их средней нормы прибыли и расходов на доставку. Проведение этих расчетов может вызвать некоторые трудности, если цены на готовую продукцию изменяются в зависимости от того, где или в каких количествах они продаются; в этом случае определение отпускной цены должно быть основано на истории наиболее типичных торговых сделок. Например, если 80% всех единиц товара продается партиями по цене 1,50 долл. за штуку, то именно эта цена наиболее приемлема для расчета. Однако этим правилом можно пренебречь, если в момент поглощения компания-цель имеет твердые коммерческие контракты с конкретными покупателями, которые можно использовать для точного определения цен, по которым готовая продукция будет продана фактически. Если компания-покупатель использует систему оценки запасов LIFO («последним пришел — первым обслужен», last-in, first-out), то недавно произведенная оценка запасов готовой продукции

должна быть использована в качестве базового слоя LIFO для всех запасов, полученных в результате покупки.

- *Запасы — незавершенное производство.* Эти активы следует оценивать тем же методом, что и готовую продукцию, за исключением того, что стоимость доведения этих запасов до готовой продукции должна также вычитаться из их конечной отпускной цены.
- *Недвижимость, производственные помещения и оборудование.* Эти активы следует оценивать по восстановительной стоимости. Это может оказаться сложной задачей, которая увеличит время регистрации поглощения в бухгалтерской книге, поскольку некоторые активы могут быть столь устаревшими, что на рынке в этот момент будет невозможно найти эквивалентные им товары, или же оборудование может оказаться настолько специализированным, что будет сложно найти подходящую альтернативу на рынке. На этом этапе оценки часто приходится прибегать к услугам оценщика.
- *Недвижимость, производственные помещения и оборудование, которые будут проданы.* Если покупатель намерен распродать активы на дату поглощения, тогда эти активы должны учитываться по справедливой рыночной стоимости. Это наиболее точно отражает их ликвидационную стоимость на дату поглощения.
- *Капитальный лизинг.* Если поглощаемая компания владеет активами, которые были куплены через капитальный лизинг, то финансовому директору следует оценить этот актив по его справедливой рыночной стоимости, в то время как соответствующий договор аренды оценивается по чистой приведенной стоимости.
- *Активы, связанные с научно-исследовательскими и опытно-конструкторскими работами.* Если какие-либо активы связаны с определенными научно-исследовательскими и опытно-конструкторскими проектами, то финансовому директору следует списать их в расходы, если не ожидается, что в будущем они будут иметь какое-то альтернативное применение после завершения текущего проекта. Точное распределение активов по расходным статьям или счетам активов может оказаться трудной задачей, если ожидается, что осуществление текущих проектов займет много времени, или если сложно определить, как активы будут использоваться в будущем. Поэтому необходимо тщательно документировать обоснования бухгалтерских проводок подобных активов.
- *Нематериальные активы.* Эти активы должны учитываться по оцененной стоимости. Если покупатель не может определить их реальную стоимость или идентифицировать их, тогда вообще не следует отражать их стоимость в учете.
- *Кредиторская задолженность и векселя.* Обычно кредиторская задолженность учитывается по текущим суммам, указанным в бухгалтерских книгах поглощаемой компании. Однако если кредиторская задолжен-

ность не должна оплачиваться в ближайшее время, ее следует учитывать по ее дисконтированной текущей стоимости. Тот же принцип применяется и к векселям. Поскольку все векселя, за исключением самых краткосрочных, будут иметь весьма разную текущую стоимость, их следует дисконтировать и учитывать по этой стоимости. Данный подход основан на предпосылке, что в противном случае покупатель купил бы эти обязательства в момент поглощения, а не в другие последующие даты, и поэтому они должны быть дисконтированы, чтобы показать их стоимость на дату поглощения.

- *Начисленные платежи.* Обычно эти пассивы являются краткосрочными и будут аннулированы сразу после текущего отчетного периода. Поэтому они должны быть оценены по текущей стоимости, дисконтирование требуется лишь в редких случаях.
- *Пенсионные обязательства.* Если имеется непрофинансированное пенсионное обязательство, даже не отраженное в бухгалтерских книгах поглощаемой компании, покупатель должен включить его в учет операции покупки.
- *Опционы на акции.* Если покупатель решает принять план опционов на акции, имеющийся у поглощаемой компании, то она должна распределить часть покупной цены на разницу между ценой, по которой акции могут быть куплены по плану, и рыночной ценой акций на дату поглощения. Однако если покупатель заставил поглощаемую компанию удовлетворить все требования по плану опционов до поглощения, то эта статья становится расходом на компенсацию и отражается в балансе поглощаемой компании.

Если поглощающая компания (Charleston Corporation) покупает акции поглощаемой компании (Denton Corporation) за 500 000 долл. наличными, то запись в бухгалтерских книгах компании Charleston будет выглядеть следующим образом:

	Дебет	*Кредит*
Инвестиции в Denton Corporation	$500 000	
Наличные		$500 000

Если же компания Charleston была вынуждена заплатить за покупку 20% деньгами и 80% векселем, то запись будет выглядеть следующим образом:

	Дебет	*Кредит*
Инвестиции в Denton Corporation	$500 000	
Наличные		$100 000
Вексель к оплате		400 000

Другим подходом может быть обмен 5000 акций компании Charleston номинальной стоимостью 1 долл. на акции компании Denton в качестве платежа. В этом случае запись будет следующей:

	Дебет	*Кредит*
Инвестиции в Denton Corporation	500 000	
Обыкновенные акции — номинальная стоимость		5000
Обыкновенные акции — дополнительный оплаченный капитал		495 000

Результат всех вышеописанных правил оценки приведен в табл. 21.12, где мы показываем расчеты, которые могут потребоваться при исправлении бухгалтерских книг поглощаемой компании с целью их последующего объединения с показателями поглощающей компании. В таблице указана первоначальная балансовая стоимость каждого счета бухгалтерского баланса поглощаемой компании, далее следуют оценка каждого счета по методу покупки, размер корректировки и новая стоимость счета. Новую оценку счета в правой части таблицы затем можно непосредственно включать в учетные документы компании-покупателя Сокращение ЧПС в колонке «Оценка по методу покупки» означает, что указана чистая приведенная стоимость статьи, сокращение СРС означает, что указана справедливая рыночная стоимость (за вычетом любых затрат, необходимых для продажи актива, если это имеет место), ВС — это восстановительная стоимость, ОЦП — отпускная цена за вычетом валовой прибыли, а ОС — оценочная стоимость актива.

Таблица 21.12 **Исправление бухгалтерских книг поглощаемой компании для консолидации покупки**

Счет	Отчетность поглощаемой компании	Оценка по методу покупки	Необходимые исправления	Скорректированные показатели поглощаемой компании
Активы				
Денежные средства	$1413	$1413	$0	$1413
Дебиторская задолженность	4000	4000	0	4000
Долгосрочная дебиторская задолженность	1072	808 (ЧПС)	264 (ВС)	808
Ликвидные бумаги	503	490 (СРС)	13 (ВС)	490
Запасы — сырье	921	918 (ВС)	3 (ВС)	918
Запасы — незавершенное производство	395	429 (ОЦП)	34 (ОС)	429
Запасы — готовая продукция	871	950 (ОЦП)	79	950

Счет	Отчетность поглощаемой компании	Оценка по методу покупки	Необходимые исправления	Скорректированные показатели поглощаемой компании
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	6005	7495 (ВС)	1490	7495
Продаваемое оборудование	803	745 (СРС)	58 (ВС)	745
Активы, связанные с капитальной арендой	462	500 (СРС)	38	500
«Гудвилл»	0	0	4677	4677
Инвестиции в поглощаемую компанию	0	0	14 600 (ВС)	–15 000
Нематериальные активы	593	650 (ОС)	57	650
Всего активов	$17 038	$18 398	$8563 (ВС)	$8075
Пассивы				
Кредиторская задолженность	$3992	$3992(ЧПС)	0	$3992
Долгосрочные векселя	3300	2950	350	2950
Начисленные обязательства	325	325	0	325
Пассивы, связанные с капитальной арендой	450	400 (ЧПС)	50	400
Пенсионные обязательства	408	408	0	408
Всего пассивов	$8475	$8075	$400	$8075
Акционерный капитал				
Обыкновенные акции	$4586		$4586	$0
Оплаченный капитал	100		100	0
Нераспределенная прибыль	3877		3877	0
Всего акционерного капитала	$8563		$8563	$0
Общая сумма пассивов и акционерного капитала	$17 038		$8963	$8075

В этом примере дебетуемые и кредитуемые суммы указаны для каждой корректируемой статьи в колонке «Необходимые исправления». Стоимость «гудвилл», показанная в той же колонке, получена путем вычитания из покупной цены в размере 15 000 долл. общей суммы всех справедливых рыночных стоимостей и других оценок, указанных в колонке «Оценка по

методу покупки». В данном случае справедливая рыночная стоимость всех активов 18 398 долл. минус справедливая рыночная стоимость всех пассивов 8075 долл. дает справедливую рыночную стоимость поглощаемого предприятия 10 323 долл. Вычитая последнюю из покупной цены в 15 000 долл., мы получаем остаток в 4677 долл., который заносится на счет «гудвилл». Обратите внимание, что колонка «Скорректированные показатели поглощаемой компании» в правой части таблицы все еще должна быть добавлена к показателям компании-покупателя, чтобы получить консолидированную финансовую отчетность объединившихся организаций.

Третий шаг в процессе поглощения — учет неполных годовых результатов купленной компании в бухгалтерских книгах в год покупки. Лишь доход поглощаемой компании за текущий финансовый год, но после даты приобретения, должен заноситься в учетные документы покупателя. Кроме того, покупатель должен записать все издержки, связанные с процессом поглощения в статью текущих расходов — они *не могут* быть капитализированы. Расходы на поглощение почти полностью приходятся на сторонние услуги, поскольку все внутренние расходы, относящиеся к поглощению, вероятно, имели бы место в любом случае, даже при отсутствии поглощения. Единственным исключением из этого правила являются расходы, связанные с выпуском акций, которые использовались для оплаты поглощения; эти расходы могут быть вычтены со счета дополнительного оплаченного капитала. На дату поглощения следует также отразить обязательство, связанное с закрытием каких-либо предприятий или убытками от продажи активов, запланированной на эту дату; это не статья расходов, которая отражается в учете в более позднюю дату, поскольку мы предполагаем, что покупатель в момент совершения покупки знал о том, что потребуется ликвидация некоторых активов.

Если покупатель предпочитает отчитываться о своих финансовых результатах за несколько лет, предшествовавших поглощению, то он *не* включает в отчет объединенные результаты двух организаций за годы, предшествовавшие поглощению.

Обратным поглощением называется процесс, при котором компания, выпускающая свои акции или производящая платеж в другой форме, фактически является поглощаемой организацией, поскольку акционеры поглощающей компании перестают владеть большинством акций после завершения процедуры поглощения. Этот метод используется, хотя и редко, когда компания-«оболочка» с доступом к финансированию покупает действующую компанию или когда публичная компания-«оболочка» используется для покупки непубличной компании, что позволяет непубличной компании избежать необходимости прохождения первоначального публичного предложения. В этом случае активы и пассивы корпорации-«оболочки» переоцениваются по их справедливой рыночной стоимости, а затем регистрируются в бухгалтерских книгах купленной компании.

СТОИМОСТНЫЙ МЕТОД

Стоимостной метод используется при составлении отчета о покупке акций другой компании, когда покупатель приобретает менее 20% акций этой компании и не имеет контроля над ее управлением. Покупатель не имеет контроля, если не может получить от другой компании финансовых результатов, необходимых ему для ведения бухгалтерского учета по методу собственного капитала (см. следующий раздел), или если он не получает представительства в совете директоров и вынужден уступить значительную часть акционерных прав или концентрация голосующих прав явно на стороне другой группы акционеров.

Согласно этому методу, инвестирующая компания учитывает в своих бухгалтерских книгах начальную инвестицию по себестоимости. Затем, она отражает как доход любые дивиденды, распределенные инвестируемой компанией после даты инвестирования.

МЕТОД СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

Метод собственного капитала в бухгалтерском учете инвестиций в другую компанию используется в том случае, если инвестору принадлежит более 20% акции приобретаемой компании или менее 20%, но при наличии некоторой степени управленческого контроля над приобретаемой компанией, например, контроль над частью совета директоров, участие в административной деятельности, обмен менеджерами между компаниями. Этот метод используется только в том случае, если приобретаемая организация является корпорацией, партнерством или совместным предприятием, и когда обе организации остаются отдельными юридическими лицами.

Согласно методу собственного капитала, покупатель учитывает свое начальное капиталовложение в приобретаемую компанию по себестоимости. Например, если начальное капиталовложение в компанию ABC составило 1 000 000 долл. в обмен на владение 40% ее обыкновенных акций, то запись в бухгалтерских книгах инвестора будет следующей:

	Дебет	*Кредит*
Инвестиция в компанию ABC	$1 000 000	
Денежные средства		$1 000 000

После этой начальной записи инвестор отражает пропорциональную долю дохода приобретаемой компании в текущем доходе. Например, если доход приобретаемой компании составил 120 000 долл., то инвестор может указать свою долю дохода в размере 40%, что равно 48 000 долл. Запись будет выглядеть следующим образом:

	Дебет	*Кредит*
Инвестиция в компанию ABC	$48 000	
Инвестиционная прибыль		$48 000

Кредит в последней бухгалтерской записи можно для большей точности отразить на счете «Нераспределенная инвестиционная прибыль», поскольку средства от доходов приобретаемой компании не были переданы инвестору фактически.

Инвестор должен также отразить расходы на уплату в будущем подоходного налога с любого дохода приобретаемой компании. Продолжая предыдущий пример, предположим, что налоговая ставка для инвестора составляет 38%, тогда он сделает следующие записи на основании своего дохода от компании ABC в размере 48 000 долл.:

	Дебет	*Кредит*
Расходы на уплату налога на прибыль	$18 240	
Отсроченные налоги		$18 240

Если приобретаемая организация выплачивает дивиденды, они отражаются как списание с инвестиционного счета и дебетуются на счет денежных средств. Дивиденды не отражаются как доход, поскольку доход был уже учтен как доля дохода приобретаемой организации, даже если он не был получен. Например, если от компании ABC получены дивиденды в размере 25 000 долл., запись будет следующей:

	Дебет	*Кредит*
Денежные средства	$25 000	
Инвестиция в компанию ABC		$25 000

Если рыночная цена акций приобретаемой компании, принадлежащих инвестору, опускается ниже его инвестиционных расходов, обычно нет никаких оснований для сокращения размера инвестиции. Однако, если потеря рыночной стоимости носит долговременный характер, то убыток может быть учтен и списан с текущего дохода. Доказательством долговременной потери рыночной стоимости служит долгосрочное снижение рыночной стоимости значительно ниже инвестиционных расходов или повторяющиеся значительные отчетные убытки приобретаемой компании без перспективы улучшения отчетной прибыли. Например, если рыночная цена акции компании ABC привела к снижению оценки инвестора, то запись будет следующей:

	Дебет	*Кредит*
Потери от инвестиций	$50 000	
Инвестиция в компанию ABC		$50 000

Если после снижения оценки своей инвестиции инвестор узнает о значительном росте рыночной цены, он не может вернуть перенесенную сумму инвестиции на исходный уровень. Новой основой для учета инвестиции является та величина, до которой она была снижена. Это увеличит размер прироста, который будет в конечном счете задекларирован в результате продажи инвестиций.

Если приобретаемая компания переживает значительный рост или убытки, инвестору также следует отразить в учете свою пропорциональную долю от этой суммы. Однако она отражается отдельно от обычных инвестиционных счетов. Например, если компания ABC имела чрезвычайный убыток в 15 000 долл., то запись будет выглядеть следующим образом:

	Дебет	*Кредит*
Нераспределенный чрезвычайный убыток	$15 000	
Инвестиция в компанию ABC		$15 000

Если приобретаемая компания терпит столь значительные убытки, что капиталовложение инвестора уменьшается до нуля, то инвестор должен прекратить учет любых сделок, связанных с данной инвестицией, чтобы избежать ведения учета по отрицательной инвестиции. Если приобретаемая компания, в конечном счете, демонстрирует доход, достаточный для покрытия промежуточных потерь, тогда инвестор может снова использовать метод собственного капитала для отчетности о своей инвестиции.

Если инвестор теряет контроль над приобретаемой компанией, то он должен перейти к затратному методу отчетности о своей инвестиции. В этом случае ее базовой стоимостью следует считать сумму на инвестиционном счете на дату внесения изменения. Однако это правило неприменимо, если инвестор переходит от затратного метода к методу собственного капитала — в этом случае инвестор должен провести переоценку своего инвестиционного счета, чтобы отразить метод собственного капитала со дня осуществления начального капиталовложения в приобретаемую компанию.

При отчетности о результатах своей инвестиции в другую компанию по методу собственного капитала инвестору следует указывать инвестицию в отдельной статье «Инвестиции в дочерние компании» балансового отчета и в статье «Инвестиционная прибыль» отчета о прибылях и убытках.

МЕТОД КОНСОЛИДАЦИИ

Когда компания покупает более 50% голосующих акций другой компании, но разрешает ей оставаться самостоятельным юридическим лицом, тогда финансовые результаты обеих компаний следует объединить в консолидированной финансовой отчетности. Однако если компании действуют в совершенно разных областях бизнеса, то все еще может быть целесообразно использовать метод собственного капитала; в противном случае объединение результатов двух предприятий может привести к искаженным финансовым показателям. Например, если компания-разработчик компьютерных программ с нормой валовой прибыли 90% объединяется со сталепрокатным заводом с нормой валовой прибыли в районе 25% (эти показатели прибыли типичны для данных отраслей), то общая валовая прибыль даст неправильное представление о валовой прибыли обеих компаний.

Существует еще одна ситуация, когда при доле владения 50% и более невозможно применение метода консолидации: инвестирующая компания намеревается сохранять лишь временный контроль над поглощаемой компанией (например, перепродает ее), или покупатель не имеет контроля над поглощаемой компанией (так как контроль осуществляется через ограниченное количество «голосующих акций»). В обоих случаях следует использовать капитальный метод.

При составлении консолидированных финансовых отчетов следует исключать показатели приобретаемой корпорации до поглощения. В год продажи финансовые показатели поглощаемой компании следует консолидировать только до даты продажи.

МЕЖФИРМЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ

Если покупатель решает предоставлять консолидированную финансовую информацию, то сначала он должен исключить все межфирменные операции. Таким образом, он исключает все операции, которые представляют перевод активов и пассивов между организациями и, по существу, являются теперь различными частями одной и той же компании. Необходимо исключить следующие операции:

- *Межфирменные продажи, дебиторскую и кредиторскую задолженность.* Наиболее распространенным видом межфирменных операций является дебиторская или кредиторская задолженность, связанная с перемещением товаров между подразделениями материнской компании. С точки зрения стороннего наблюдателя, эти бухгалтерские операции не осуществляются в действительности, поскольку соответствующие товары или услуги всего лишь движутся по компании, и это не обусловлено деловой сделкой с внешней организацией. Поэтому при консолидации убираются все межфирменные продажи и межфирменная дебиторская и кредиторская задолженность.
- *Межфирменные безнадежные долги.* Безнадежный долг от другого подразделения одной и той же компании не может быть отражен в учете, поскольку соответствующая операция продажи и дебиторская задолженность также должны быть устранены в процессе консолидации. Короче, если продажа никогда не совершалась, то не может быть и связанного с ней безнадежного долга.
- *Межфирменные выплаты дивидендов.* Это просто перемещение денежных средств между различными подразделениями материнской компании и поэтому его не следует отражать в консолидированном отчете.
- *Межфирменные ссуды и все, связанные с ними скидки, надбавки и платежи процентов.* Хотя могут существовать вполне веские основания для использования межфирменных ссуд, например, предоставление

денежных средств рисковым дочерним компаниям, которые не могут получить финансирование другими способами, но по существу это всего лишь перемещение денежных средств внутри компании, так же как и в случае с межфирменными выплатами дивидендов. Поэтому их следует удалить из консолидированных финансовых отчетов.

- *Межфирменные арендные платежи.* Они являются формой межфирменной кредиторской задолженности, и поэтому не учитываются.
- *Сделки по продаже основных средств.* Когда основные средства одной дочерней компании продаются другой дочерней компании, компания-продавец удалит из своего баланса соответствующие амортизационные отчисления и отразит прибыль или убыток от этой операции. Эти записи необходимо повторить в обратном порядке, поскольку основные средства не покинули консолидированную организацию.
- *Межфирменная прибыль.* Распространенной проблемой для вертикально интегрированных компаний является то, что многочисленные дочерние компании отражают в учете прибыли от поставок комплектующих другим дочерним компаниям для дальнейшей работы. При консолидации отчетности все эти межфирменные прибыли должны быть устранены, поскольку с консолидированной точки зрения, компания получает прибыль только тогда, когда последняя дочерняя компания в производственном процессе окончательно продает готовое изделие внешней организации.
- *Межфирменные инвестиции.* При консолидации не учитываются также инвестиции материнской компании в дочерние компании. Например, если материнская компания создала дочернюю фирму и инвестировала в нее определенный объем акционерного капитала, то это капиталовложение должно отражаться в балансе как материнской компании (как инвестиция), так и дочерней компании (как акционерный капитал). При консолидации обе записи аннулируются.

Все ликвидированные межфирменные сделки регистрируются в отдельной таблице консолидации. Они не отражаются в балансах дочерних компаний или материнской компании. По существу, эти операции невидимы для всех, кроме финансового директора, который ответственен за консолидированную отчетность.

УСЛОВНЫЕ ПЛАТЕЖИ

Условный платеж — это платеж, который осуществляется после завершения процесса слияния или поглощения, когда покупатель может быть обязан произвести дополнительные выплаты продавцу на основании будущих событий. Например, если проданная компания приносит прибыль, соответствую-

щую определенному уровню, покупатель должен выплатить продавцу дополнительную сумму.

Операции такого типа создают проблемы для финансового директора, поскольку невозможно точно определить их размер в момент слияния или поглощения. Поэтому во время покупки необходимо отразить в учете только твердую цену, связанную с операцией. Финансовый директор может отражать платежи, связанные с любыми будущими событиями, когда они представляются очень вероятными. Внеся эту запись, финансовый директор должен использовать текущую безрисковую ставку процента для дисконтирования ожидаемого условного платежа до его чистой приведенной стоимости и записать эту сниженную сумму как размер платежа.

Поскольку размер условного платежа, который предстоит произвести компании-покупателю, может оказаться очень высоким, он должен быть отмечен в сносках к финансовым отчетам компании-покупателя, чтобы было, по крайней мере, известно о возможных дополнительных выплатах.

Компания-покупатель может гарантировать поглощаемой компании минимальную цену акций, передаваемых продавцу при первоначальной продаже. Если цена упадет ниже этого уровня, то покупатель должен будет передать дополнительные акции, чтобы покрыть разницу. В этом случае финансовый директор может легко рассчитать размер условного платежа, сравнив рыночную цену акций с минимально необходимой ценой. Таким образом, можно начислять эту разницу нарастающим итогом в каждый отчетный период до даты, когда должна быть произведена дополнительная оплата акциями, а не ожидать даты платежа, чтобы зарегистрировать дополнительную задолженность. Если платеж осуществляется акциями, то финансовый директор должен записать в качестве задолженности его полную, а не дисконтированную стоимость.

Компенсирующим счетом, на котором следует отражать условные платежи, является счет «гудвилл». Однако если существует реальное свидетельство того, что условный платеж будет осуществлен только в том случае, если определенные служащие по-прежнему будут работать в компании, тогда платеж целесообразно считать расходом на компенсацию. В этом случае полный размер условного платежа следует отражать в расходах на компенсацию текущего периода, а не записывать как прирост на счете «гудвилл».

УЧЕТ МЕТОДОМ ПОНИЖЕНИЯ

Учет методом понижения состоит во внесении исправлений, связанных с поглощением, в бухгалтерские книги приобретенной компании. Исправления могут быть внесены в отдельный рабочий документ, который используется для составления финансового отчета, или непосредственно в бухгалтерские записи поглощаемой компании. Использование отдельного рабочего доку-

мента, а не прямых исправлений в бухгалтерском учете поглощаемой компании предпочтительнее, когда необходимы исторические данные для налоговой отчетности или требуется определение миноритарных долей участия в поглощаемой компании.

При использовании учета методом понижения поглощаемая компания может изменить оценку стоимости всех своих активов и пассивов, чтобы отразить те исправления, которые внесены материнской компанией в рамках бухгалтерского метода покупки для составления консолидированной отчетности. Это также приведет к изменению амортизационных отчислений, чтобы отразить любые изменения в оценке основных средств (и возможные изменения в ожидаемом сроке полезного использования некоторых активов).

Существует несколько возражений против учета методом понижения. Одно из них заключается в том, что при нем не используется данные за прошлые периоды учета трансакций, что является одной из основ теории бухгалтерского учета. Другая проблема состоит в том, что в случае, когда покупатель постепенно скупает поглощаемую компанию путем нескольких приобретений акций, применение учета методом понижения приведет к ряду переоценок, и в финансовые отчеты поглощаемой компании придется вносить много изменений. Учитывая это, Американский институт сертифицированных бухгалтеров (AICPA) не дает однозначного указания по этому поводу: частные компании могут сами решать, использовать этот метод или нет.

Учет методом понижения широко приветствуется Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) в отношении публичных компаний, которые завершили процесс поглощения, используя метод покупки, в результате чего образуются дочерние предприятия, полностью принадлежащие материнской компании. Комиссия по ценным бумагам и биржам требует, чтобы дочернее предприятие также включало в свои финансовые отчеты размер долга, используемого поглощающей компанией при покупке этой компании, если поглощаемая компания гарантирует его погашение. Поглощаемая компания планирует предложение акций или облигаций для погашения этого долга, или же планируется, что долг будет переведен на дочернюю компанию.

При наличии миноритарного участия в поглощаемой компании выпущенного публичного долга или привилегированных акций, выпущенных дочерней компанией, Комиссия по ценным бумагам и биржам не настаивает на использовании учета методом понижения.

ВЫКУПЫ С «РЫЧАГОМ»

Выкуп с «рычагом» имеет место, когда финансирование покупки основано главным образом на долге, обеспеченном активами поглощаемой компании. В таких случаях целесообразно создать холдинговую компанию, которая по-

купает акции поглощаемой организации и становится ее материнской компанией. Холдинговая компания особенно полезна, если поглощаемая компания является публичной, поскольку она может стать репозитарием любых акций, выставляемых на тендер акционерами поглощаемой компании в случае тендерного предложения.

Команда менеджеров поглощаемой компании нередко является участником выкупа с «рычагом», либо потому, что сама инициировала этот выкуп, либо потому, что инвесторы, покупающие поглощаемую компанию, понимают важность сохранения команды менеджеров и предлагают им акции или опционы на акции, чтобы они остались в компании. Если команда менеджеров уже владеет акциями поглощаемой компании, она может избежать налогов, обменяв эти акции на акции холдинговой компании, которая осуществляет выкуп.

Для инициаторов выкупа с «рычагом» особое значение имеет вопрос о том, какую основу бухгалтерского учета будет разрешено использовать для отчета о сделке. Если изменяется контроль над голосованием (который определяется чрезвычайно сложными правилами), то выкуп должен отражаться по бухгалтерскому методу покупки (см. выше). В результате такого подхода все активы и пассивы поглощаемой компании должны быть учтены по справедливой рыночной стоимости, а оставшаяся нераспределенная цена покупки отражается как «гудвилл». Если изменение контроля над голосованием незначительно (часто команда менеджеров просто повышает свой уровень собственности), то выкуп рассматривается как финансовая реструктуризация. В этом случае основа бухгалтерского учета не изменяется. Преимущество последней ситуации в том, что здесь не требуется амортизация «гудвилла» в течение многих последующих лет, как при методе покупки, что улучшает финансовые показатели в будущем.

ПЕРЕДАЧА ЧАСТИ АКТИВОВ ПОГЛОЩАЕМОЙ КОМПАНИИ

Компания может посчитать необходимой передачу действующего подразделения непосредственно акционерам компании в качестве отдельной организации. В этом случае подразделение должно быть передано по балансовой стоимости всех его активов и пассивов на момент передачи. Если чистая сумма всех активов и пассивов, подлежащих передаче, имеет положительную балансовую стоимость, тогда эта сумма должна быть списана со счета нераспределенной прибыли компании. Если же балансовая стоимость передаваемого подразделения является отрицательной, то списание (которое будет увеличением) относится на счет оплаченного дополнительного капитала. Изменение на счете основано на предположении, что инвесторы по существу заплатили компании за то, чтобы принять у нее подразделение с отри-

цательным собственным капиталом, поэтому они предоставляют компании капитал взамен этой привилегии.

Если компания владеет только небольшой долей акций в этом подразделении, то эту долю следует рассматривать как дивиденд в имущественной форме. Согласно этой концепции, доля участия компании в подразделении должна быть передана по справедливой рыночной стоимости, а не по балансовой стоимости.

Другое соображение состоит в том, что материнская компания должна продолжать отслеживать финансовые результаты передаваемого подразделения до даты передачи и учитывать результаты работы подразделения вплоть до этой даты в своем балансе.

ВЫВОДЫ

Во многих организациях финансового директора оценивают, прежде всего, по его или ее способности находить, оценивать и покупать другие компании. Поэтому данная глава посвящена главным образом процессу «дью дилидженс» (его можно дополнить контрольным списком «дью дилидженс» в приложении С), а также наиболее распространенным методам оценки и широкому спектру качественных факторов, которые могут влиять на цену покупки. Кроме того, рассмотрены многие вопросы бухгалтерского учета, связанные со сделкой поглощения. Финансовому директору следует знать о надлежащих методах отчетности, поскольку неправильная сделка может привести к значительным искажениям в показателях компании-покупателя.

ГЛАВА 22

ЭЛЕКТРОННАЯ КОММЕРЦИЯ

Электронная коммерция уже не пользуется такой огромной популярностью как несколько лет тому назад во времена технологического подъема, но по-прежнему остается уникальным подходом к освоению новых каналов сбыта. Поэтому, со стороны финансового директора было бы неразумно полностью пренебречь электронной коммерцией как новым средством торговли, не узнав сначала о ее преимуществах, структуре, бизнес-модели и смежных аспектах, включающих в себя необходимые структурные изменения, правовые вопросы и вопросы страхования. Все это изложено в данной главе.

ПРЕИМУЩЕСТВА ЭЛЕКТРОННОЙ КОММЕРЦИИ

Когда впервые рассматривались возможности электронной коммерции через Интернет, эксперты составили чрезвычайно длинный список предполагаемых преимуществ этого нового канала сбыта. Многие из этих «преимуществ» оказались на деле лживой рекламой, но те, что приведены в следующем списке, действительно являются преимуществами для большинства видов электронной коммерции.

- *Привлечение покупателей, проживающих за пределами обычного географического района сбыта.* Если компания осуществляет торговлю через стационарные торговые точки, то электронная коммерция позволит получить прямой доступ к покупателям за пределами этих точек, избежав, при этом, инвестиций в строительство.
- *Предложение более широкого ассортимента товаров.* Ассортимент товаров, который можно предложить посредством веб-сайта, может быть гораздо шире, чем в обычной торговой точке, что дает покупателям хороший повод воспользоваться этим каналом.
- *Позволяет обойтись без торгового персонала.* Онлайновые покупатели привыкли совершать покупки без помощи продавца, поэтому затраты такого рода устранены.
- *Позволяет избежать излишков товаров.* Компаниям с традиционными каналами розничной торговли приходится держать полный ассорти-

мент товаров в каждой торговой точке. Электронный канал сбыта требует складирования товаров только в одном месте, что существенно снижает общие инвестиции компании в товарные запасы. Однако это будет преимуществом только в том случае, если электронная коммерция станет предпочтительным каналом сбыта, что позволит компании свернуть другие торговые точки и получить реальную экономию инвестиций в запасы.

- *Позволяет обойтись без посредников.* Электронная коммерция позволяет производителям продавать продукцию напрямую конечным потребителям, а не дистрибьютору, который сбывает товар розничному торговцу, а тот, в свою очередь, продает его покупателям, причем каждый из них повышает цену. Данное преимущество несовершенно: производитель, применяющий этот подход, будет использовать электронный канал сбыта для продаж без посредников также и в других каналах продаж, что вряд ли обрадует последних. Кроме того, производители могут не иметь опыта непосредственной работы с покупателями.
- *Позволяет получить немедленную оплату.* Поскольку многие покупатели совершают онлайновые покупки с помощью кредитных карточек, компания не только ускорит движение денежных средств, но и сможет избежать рутинной работы, связанной с обработкой платежей, поскольку покупатели выполняют ее самостоятельно.
- *Устраняет трансакционные ошибки.* При традиционном методе продаж продавец выписывает заказ, который затем заносится в компьютерную систему компании, и с помощью нее производится обработка заказа и отгрузка товара покупателю. Когда покупатели сами вводят свои заказы непосредственно в корпоративную компьютерную систему через сайт электронной коммерции, компания может избежать трансакционных ошибок, которые возникли бы при другом методе продаж, что ведет к более точным заказам.
- *Позволяет осуществлять более эффективный контроль над ценами.* При продаже по каталогам у компаний возникают проблемы с ценами, поскольку многие покупатели хранят каталоги долгое время, а затем заказывают товары по старым ценам, чем ставят компании в неловкое положение, заставляя их решать, принимать ли заказ по старой цене. Цены не представляют проблемы для веб-сайта электронной коммерции, где изменить цену можно мгновенно, а старые расценки становятся невидимыми для покупателей.
- *Позволяет продавать запасы до последней единицы.* Удалить товар с сайта электронной коммерции можно в тот момент, когда продана последняя единица запасов готовой продукции, благодаря чему не нужно хранить остатки запасов.
- *Устраняет почтовые задержки.* Благодаря электронной коммерции метод продаж по каталогам расширяется. Покупатель больше не посылает

заказ по почте, вместо этого его заявка мгновенно поступает в корпоративную компьютерную систему, что исключает задержки, которые могли возникнуть в случае, если бы заказ оформлялся по почте.

- *Создает информационную базу о покупателях.* Идентифицируя клиентов и отслеживая, какие веб-страницы они просматривают и какие товары покупают, компания может создать довольно подробную базу данных с информацией о каждом клиенте, которая позволит предлагать каждому покупателю индивидуальные заказы при посещении им веб-сайта.
- *Позволяет отказаться от клиентского обслуживания.* В зависимости от ситуации, покупатели могут не звонить в клиентскую службу, а сразу получить необходимую им информацию, например, на загрузочной странице для доступа к файлам следующего уровня или на странице FAQs (Frequently Asked Questions — Часто Задаваемые Вопросы). Однако использование электронного канала сбыта может также привести к тому, что клиенты станут задавать больше вопросов на совершенно новые темы, что может увеличить объем необходимой поддержки со стороны клиентской службы.

Этот внушительный перечень преимуществ не должен вызывать у финансового директора слишком большого энтузиазма, поскольку с электронной коммерцией связан также ряд проблем. Главными из них являются недостаточное техническое обслуживание сайта и недостаточная степень интеграции между сайтом электронной коммерции и корпоративными системами обработки заказов. Финансовый директор должен тщательно проработать эти вопросы, чтобы добиться приемлемого соотношения затрат и выгод при использовании электронного канала сбыта.

БИЗНЕС-МОДЕЛЬ ЭЛЕКТРОННОЙ КОММЕРЦИИ

Прежде всего, компания может создать сайт электронной коммерции для простого дублирования ее основной торговой деятельности. К примеру, если компания продает телевизоры, то на сайте можно разместить фотографии и цены каждого телевизора. Согласно этому подходу сайт электронной коммерции считается электронным дополнением к существующим методам продаж, без учета особых аспектов данного канала сбыта. Существуют и другие модели продаж, которые позволяют сделать сайт электронной коммерции более эффективным каналом сбыта.

Даже небольшое расширение основной модели продаж, описанное выше, означает значительный рост числа проданных товаров по сравнению с тем, что можно найти в розничной торговой точке. Этот подход эффективен,

поскольку не требуется складировать большие объемы товаров в многочисленных торговых точках. Он привлекает больше покупателей, поскольку они знают, что широкий ассортимент увеличивает их шансы найти именно тот товар, который им нужен.

Еще одним небольшим преимуществом перед стандартным каналом сбыта является предоставление гораздо более подробной информации о каждом продаваемом товаре. Она может включать в себя подробное описание товара, а также отзывы о нем других покупателей с использованием системы рейтинговых оценок. Этот подход заменяет собой продавца и является более эффективным, поскольку предоставляет гораздо больше информации о товаре, чем мог бы сообщить покупателю обычный продавец.

Компания может использовать более радикальный подход к продаже своих товаров, полностью отказавшись от дистрибьюторов и розничных продавцов, и продавая товары напрямую покупателям через канал электронной коммерции. Хотя и кажется, что можно легко возвратить значительную часть прибыли производителю, отказавшись от посредников, производитель может обнаружить, что у него нет необходимой структуры для работы с потребителями. Потребуется организация клиентского обслуживания, способность быстро отвечать на вопросы клиентов и доставлять товары в короткий срок. Все эти задачи выполнялись прежде посредниками, от услуг которых производитель теперь отказался.

Отталкиваясь от этих вариантов продажи товаров, можно попытаться применить совершенно другие бизнес-модели для сайта электронной коммерции. Один из таких подходов — создание консультационного сайта, где за предоставление консультации будет взиматься плата за использование либо персонала, который изучает поступившие запросы и отвечает на них, либо автоматической системы, выполняющей ту же задачу. Этот подход применим только для узкоспециализированных нишевых рынков, где сложно получить конкретные знания по эксплуатации товара, или там, где требуется информация, отвечающая индивидуальным потребностям клиента. Очевидным примером является область медицины. Однако даже в этой области имеется достаточный объем бесплатной информации, и потенциальные покупатели могут предпочесть общее ознакомление с ней, чем более конкретную, но платную информацию.

Более широким подходом к консультационной бизнес-модели является предоставление бесплатного доступа к общим категориям информации. Например, можно размещать на сайте прогноз погоды на каждый день, состояние снежного покрова и стоимость билетов на все горнолыжные курорты страны. При этом будет поступать доход от лыжных курортов, которые будут платить за размещение на этом веб-сайте ссылок на их собственные сайты. Такой подход достаточно эффективен, но барьеры для входа на рынок настолько низкие, что спонсирующие организации могут выбирать из множества конкурирующих веб-сайтов, тем самым заставляя их снижать размер оплаты.

Еще один подход — стать порталом, через который покупатели должны будут пройти прежде, чем попасть в Интернет. Портал может брать плату за данную услугу непосредственно с пользователей, а также с владельцев многих других сайтов, названия которых будут представлены на сайте портала в виде прямых ссылок, что обеспечивает им широкий приток покупателей. Отрицательная сторона данного подхода состоит в том, что раскрутка портала стоит больших денег, и уже существуют несколько влиятельных бренд-порталов, что делает эту модель труднореализуемой.

Можно также попытаться последовать примеру модели eBay и создать для покупателей сайт-аукцион, где компания будет взимать сбор со всех заключенных сделок. Как и в случае с порталом, применение этой модели может быть сложным и дорогим делом, поскольку на данном рынке уже существует много конкурентов, а затраты на привлечение участников аукциона значительны. Самый лучший подход в данном случае — освоить небольшую нишу (например, торговлю землеотводами для разработки месторождения нефти и газа), для которой можно четко определить количество участников, и активно работать на обслуживании потребностей этой небольшой целевой группы.

Самый простой подход к применению электронной коммерции — не продавать все всем, а ускорить поток электронных трансакций между компанией и ее деловыми партнерами. Это можно осуществить с помощью системы электронного обмена данными (EDI), которая стала доступной с 1970-х гг. Компания, использующая систему EDI, просто загружает трансакцию в стандартный формат и посылает ее по электронной почте в сеть услуг VAN (value-added network). Эта внешняя система сохраняет входящие сообщения в электронных почтовых ящиках. Принимающая сторона время от времени автоматически просматривает ящик и извлекает сообщение о трансакции, направляя его во внутренние коммерческие системы для последующей обработки. В самой простой форме система EDI включает в себя только факс-аппарат с отправителем, который вручную переформатирует трансакцию в формат передачи, и получателем, который также вручную переформатирует ее для ввода во внутренние компьютерные системы. Однако истинная ценность системы проявляется тогда, когда все части технологического процесса, выполняемые вручную, автоматизируются, что исключает возникновение ошибок при переформатировании и вводе и ускоряет обработку заказов. Недостаток этой технологии состоит в значительной стоимости автоматизации, что ограничивает ее использование немногими компаниями, которые заказывают друг у друга крупные партии, или ситуациями, когда крупные компании могут заставить своих небольших, зависимых поставщиков ввести эту систему.

Финансовый директор может порекомендовать использовать одну из этих бизнес-моделей или даже следовать несколькими путями, создав отдельный веб-сайт для каждой модели. Независимо от выбора, важным фак-

тором будет масштаб изменений, необходимых для всего предприятия в целом, чтобы бизнес-модель оказалась успешной. Эти факторы обсуждаются в следующем параграфе.

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ОРГАНИЗАЦИИ ДЛЯ ЭЛЕКТРОННОЙ КОММЕРЦИИ

При осуществлении электронной коммерции объем работы у отдела клиентского обслуживания может значительно возрасти, особенно в том случае, если компания следует модели «бизнес-потребитель» (business-to-consumer, B2C). Значительное увеличение объема работы может быть вызвано быстрым ростом клиентуры. Даже если это не происходит, покупатель, использующий канал электронной коммерции, относится к тому типу клиентов, которые желают получить подробные сведения о товарах и могут обмениваться информацией о компании с другими потенциальными пользователями через электронную доску объявлений. Вследствие этого вопросы покупателей охватывают более детальные темы, чем при использовании других каналов продаж, и чтобы ответить на них требуется очень высокий уровень знания товара. Возможно, понадобится дополнительный персонал в отдел клиентского обслуживания, а также предоставление покупателям телефонного номера для более активного общения с сотрудниками этого отдела, которые, в свою очередь, должны отвечать на интересующие покупателей вопросы или направлять их к нужному сотруднику компании.

Другая область, которая может претерпеть значительные изменения, — процесс исполнения заказов. Покупатели электронной коммерции привыкли к немедленной доставке заказанных товаров, а это означает, что необходима связь между сайтом электронной коммерции и существующими системами компании, которые управляют процессом производства и поставки, чтобы товар доставлялся как можно быстрее. Если этой связи нет, покупатели, вероятно, засыплют сотрудников отдела клиентского обслуживания вопросами о состоянии заказа. Для разрешения этой ситуации можно перейти на производственные системы «точно вовремя», когда заказы могут выполняться в кратчайшие сроки. Компания должна быть также готова к тому, чтобы использовать службу доставки «овернайт» в гораздо большей степени, чем при других каналах сбыта.

Полностью интегрированная система электронной коммерции позволяет покупателям совсем обойтись без общения со служащими компании и самостоятельно получать доступ к данным в режиме онлайн, включая состояние клиентского счета, текущие цены и наличие товара. Это требует от компании предоставления исключительно точной информации, поскольку, просматривая базу данных, покупатели, несомненно, обнаружат ошибки, что может привести к недоразумениям, связанным с ценами и доставкой.

запасные и восстанавливающие устройства. Точный объем инвестиций в эти дополнительные системы будет зависеть от типа услуг, предлагаемых на сайте электронной коммерции (например, круглосуточная доставка пищи требует круглосуточного доступа), а также от решения руководства о единовременных значительных инвестициях в данный канал сбыта или о постепенном наращивании систем по мере роста продаж через этот канал.

Еще один вопрос архитектуры — расширяемость, т. е. способность системы без перебоев справляться с ростом числа операций. Если система не справляется, то пользователи столкнутся с замедленной реакцией системы или просто не смогут войти в нее. Несмотря на то, что проблему можно решить заранее, сделав крупные вложения в базовые аппаратные и программные средства, финансовый директор может прийти к выводу, что итоговый объем операций так и не окупит вложений. Вместо этого обычно лучше начать с небольших инвестиций в частично расширяемые системы и делать это до тех пор, пока новый канал сбыта не потребует более крупных инвестиций. Необходимо отслеживать время реакции системы, особенно в пиковые периоды доступа, чтобы определить, когда именно нужно сделать эти дополнительные вложения.

Еще одна проблема электронной коммерции — каким образом идентифицировать постоянных клиентов. Один из способов — внедрить идентификационный файл, так называемый «cookie», в компьютер пользователя. Когда покупатель в следующий раз заходит на веб-сайт компании, система электронной коммерции компании получает доступ к этому файлу и узнает этого покупателя. Однако это вызвало общественный протест относительно этичности хранения файлов в компьютерах пользователей, в результате чего многие удаляют все файлы cookies, которые находят в своих компьютерах. Единственной альтернативой может быть предложение покупателям идентифицировать себя при посещении сайта электронной коммерции, обычно, указав свое имя. Поскольку многие предпочитают действовать анонимно, они скорее покинут сайт, чем идентифицируют себя. Поэтому у этой проблемы нет простого решения.

БЕЗОПАСНОСТЬ ЭЛЕКТРОННОЙ КОММЕРЦИИ*

Когда компания рассматривает возможность добавления веб-интерфейсов к своим ответственным системам, возникают серьезные проблемы, связанные с безопасностью. Лучшим подходом к безопасности является использование ряда средств защиты уязвимых данных и систем от постоянных атак в Интернете. Возможны следующие варианты обеспечения безопасности:

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Controllership, 2003 Cumulative Supplement* by Wilson, Rochl-Anderson and Bragg (John Wiley & Sons, 2002), chapter 49A.

- *Контроль доступа.* Приложения для электронной коммерции предоставляют шлюз для информации, которой будут обмениваться стороны. Эти приложения должны включать в себя механизмы контроля доступа, гарантирующие, что каждая сторона имеет доступ только к определенным функциям и данным. Средства контроля могут зависеть от личности клиента. К примеру, сайт поддержки программного обеспечения может позволить любому, кто докажет, что он обладает действующей лицензией на использование пакета программ, скачивать обновления или патчи (программы для исправления ошибок). Сайты такого типа часто идентифицируют пользователей не по имени, а по номеру лицензии, присвоенному программному обеспечению, который требуется ввести, чтобы подтвердить обладание экземпляром программы.
- *Аутентификация.* В электронной коммерции каждая из сторон желает получить гарантии того, что работает с нужной ей стороной. Сделать это можно посредством минимальных операций с идентификационным номером и паролем пользователя. Пользователи, однако, склонны использовать один и тот же пароль по всей сети Интернет, стараясь не иметь много паролей, а это означает, что, сумев определить пароль пользователя где-либо в Интернете, злоумышленник получит доступ к другим веб-сайтам. Компания, имеющая веб-сервер электронной коммерции, едва ли захочет, чтобы мошенник уводил покупателей с ее сайта, и поэтому она может приобрести у стороннеи организации сертификат сервера; это своего рода цифровой паспорт — его трудно подделать и легко распознать. При запуске соединения SSL между веб-браузером и веб-сервером сервер отправляет свои цифровой мандат на браузер покупателя. Браузер проверяет, является ли мандат действительным и соответствует ли он веб-сайту, запрошенному пользователем. Браузер также проверяет, выдан ли сертификат известным сертифицирующим центром. Веб-браузеры располагают базой данных об этих центрах, мандаты которых они распознают автоматически.
- *Кодирование.* Это математическое шифрование данных. Самым распространенным методом шифрования в Интернете является протокол безопасных соединений (SSL), который позволяет выбирать между различными алгоритмами и средствами шифрования (в зависимости от длины ключа шифрования), обеспечивающими различные уровни безопасности. Протокол разработан специально для операций типа adhoc, распространенных в электронной коммерции, когда ни одна сторона не известна другой до начала операции.
- *Брандмауэры.* Изначально брандмауэры приобретали для защиты подключений к Интернету. Пропуская всю входящую и исходящую по Интернету информацию через единый шлюз, это устройство может защитить много незащищенных внутренних систем. Брандмауэр

целенаправленно ограничивает поток данных с учетом определенных правил допустимых и недопустимых сообщений. Поскольку типы требуемой связи между зонами меняются от системы к системе, все виды брандмауэров поддаются точной конфигурации. Брандмауэр должен быть установлен на защищенном главном компьютере, чтобы злоумышленник не мог обойти его, атакуя компьютер, на котором запущено программное обеспечение брандмауэра.

Защита центрального компьютера. Серверы, исполняющие роль ведущего узла в приложениях для электронной коммерции, должны обладать достаточной прочностью, чтобы выдержать атаки из Интернета. Для этого к стандартной безопасности, уже предоставленной поставщиками оборудования, необходимо добавить «укрепление». Некоторые компании усиливают «укрепление» главных компьютеров всех производственных систем, даже тех, которые не имеют доступа к Интернету, чтобы защитить их от внутренних атак. Этот процесс включает в себя следующие конфигурации:

— удаление всех неиспользуемых служб и протоколов;
— удаление неиспользуемых учетных записей или привилегий пользователей;
— разрешение записей в контрольный журнал;
— установка программ для обновления, чтобы устранять известные слабые места в системе безопасности;
— установка различных параметров операционной системы в режиме безопасности.

Обнаружение несанкционированного доступа. Обычно системы, подключенные к Интернету, ежедневно «прощупывают» хакеры, которые с помощью автоматизированных средств сканирования пытаются найти уязвимые системы, чтобы позже вернуться и взломать их. Для выявления попыток сканирования, а также фактических атак, разработаны программы обнаружения несанкционированного доступа. Во всех случаях программа для обнаружения несанкционированного доступа сообщает администратору сети об атаке. Сетевые средства обнаружения несанкционированного доступа отслеживают все данные, поступающие в сеть и из нее, сравнивая каждый пакет данных с базой данных известных им сигнатур атак. Централизованная программа обнаружения несанкционированного доступа устанавливается непосредственно на сервер и настраивается таким образом, чтобы следить за критическими параметрами операционной системы и файлами системного журнала, выявляя признаки атаки. Любая программа обнаружения производит огромное количество данных о событиях и обширные отчеты.

Тест уязвимости. Тесты уязвимости имитируют типичные методы «прощупывания», применяемые хакерами для выявления уязвимых мест в системе. Системные администраторы могут также приобрести

средства сканирования уязвимости, которые автоматически проверяют систему на наличие тысяч возможных дефектов в защите. Если такое тестирование обнаружит дефект в системе, это означает, что хакеры могут распознать тот же дефект и воспользоваться им для получения несанкционированного доступа. Следовательно, к выявленным уязвимым местам необходимо применить программы для устранения ошибок (патчи) В системах, к которым нельзя получить доступ непосредственно из Интернета, можно устранить только самые серьезные дефекты, поскольку затраты на устранение небольших дефектов обычно не оправдываются из-за невысокого риска того, что злоумышленник сможет воспользоваться ими

СТРАХОВАНИЕ В ЭЛЕКТРОННОЙ КОММЕРЦИИ

Финансовый директор обычно связывает проблему безопасности электронной коммерции с вопросами, рассмотренными в предыдущем разделе, а не со страховым обеспечением, которое является крайней мерой в случае отказа других средств безопасности Страховое обеспечение в электронной коммерции обычно выходит за рамки общего страхования гражданской ответственности, поскольку выплаты по такому типу страхования предусмотрены в случае материального ущерба или телесных повреждений, что не может произойти в условиях электронной коммерции.

Чтобы получить страховое обеспечение, приспособленное к операциям электронной коммерции, компания должна, прежде всего, пройти экспертизу безопасности ИТ (информационных технологий), стоимость которой определяет компания, а не страховщик. В зависимости от результатов проверки может быть выбран один из следующих полисов:

- *Страхование от перерывов в бизнесе.* Если компания большую часть своих доходов получает от электронной коммерции, и в безопасности системы происходит сбой, ведущий к остановке компьютерных операций, поток ее доходов немедленно остановится. В этом случае страхование от перерывов в бизнесе компенсирует упущенную прибыль.
- *Страхование договорных обязательств.* Если компания является поставщиком услуг по обслуживанию приложений, такой вид страхования защитит ее от претензий, связанных с нарушением договорных обязательств по оказанию услуг.
- *Страхование на случай вымогательства.* Хакеры могут извлечь информацию из компьютерных систем компании и угрожать использовать данные или придать им огласку, если не получат вознаграждение. Страхование от вымогательства компенсирует компании такой ущерб.

- *Страхование ответственности в сети Интернет.* Этот полис представляет собой разновидность страхования от ошибок и упущении, защищающий от претензий за незаконное использование товарного знака или нарушение патентных прав, клеветнических заявлений и нарушения неприкосновенности частной жизни, вызванных операциями компании в сети Интернет.

Финансовый директор должен рассмотреть указанные варианты страхования и выбрать те из них, которые экономически выгодны для областей потенциального риска, против которых компания не может принять другие действенные меры Таким образом, для страхования большинства операций в сети Интернет потребуются только один или несколько предложенных полисов.

ПРАВОВЫЕ ВОПРОСЫ ЭЛЕКТРОННОЙ КОММЕРЦИИ

Главным правовым вопросом, связанным с электронной коммерцией, являются налоги с продаж. К электронной торговле применимо то же правило принадлежности, что и к обычной. Согласно понятию принадлежности, компания, находящаяся в том или ином штате, должна платить налог с продаж в бюджет этого штата. «Присутствие» означает осуществление на территории штата любой коммерческой деятельности через отдел сбыта, головной офис, учебную базу или склад. К примеру, если компания ABC имеет отдел сбыта в Колорадо, то любая покупка в режиме онлайн, сделанная покупателем из Колорадо, должна облагаться налогом с продаж. Самое неприятное, что прецедентное право некоторых штатов указывает на то, что простой «аутсорсинг» сервера в другом штате влечет за собой принадлежность к этому штату, требующую уплаты налога с продаж за покупки, сделанные в этом штате. Поэтому будьте внимательны к тому, в каком штате вы используете сервер!

Для компаний, предлагающих загрузку программного обеспечения через Интернет, серьезной проблемой является запрос у покупателей подтверждения онлайнового документа «Соглашения» (Agreements). Этот документ должен содержать пункт об освобождении от любых обязательств, а также сокращенный гарантийный срок. Точные формулировки можно найти на обратной стороне упаковки любого программного обеспечения, которое вы приобретаете в материальной форме. Получение такого подтверждения до загрузки необходимо для того, чтобы ограничить ответственность компании в случае, если загруженное программное обеспечение станет причиной серьезных проблем у покупателя, таких как потеря данных или полный отказ системы.

Последней проблемой является имя домена. Несмотря на возможность использования любого незанятого доменного имени, не стоит покупать

имя домена, которое совпадает или очень похоже на фирменное наименование, являющееся торговой маркой другой организации. В одном из недавних примеров компания взяла себе фирменное наименование, очень напоминающее наименование другой компании, имевшей полную защиту товарного знака. Эта компания пригрозила подать в суд и потребовала от первой компании закрыть веб-сайт на том основании, что имя домена очень напоминало ее название. Первая компания была вынуждена подчиниться, несмотря на то, что оплатила использование доменного имени сайта на несколько лет вперед.

ВЫВОДЫ

Цель данной главы — дать финансовому директору общий обзор практических вопросов электронной коммерции. Пояснения технических аспектов создания канала электронной коммерции опущены отчасти из-за того, что финансовый директор редко участвует в принятии такого рода решений, а также в связи с тем, что технология, лежащая в основе этих систем, меняется с такой скоростью, что любая рекомендация в этой области окажется устаревшей к моменту публикации. Тем не менее, финансовый директор может использовать данную главу при составлении бизнес-плана электронной коммерции, включающего управление рисками, технологические изменения и вопросы безопасности, т. е. ключевые сферы, за которые он несет прямую ответственность.

ЧАСТЬ 6

ГЛАВА 23

ОПЛАТА ТРУДА

Финансовый директор нередко контролирует отдел кадров, а, следовательно, несет ответственность за решение различных вопросов, связанных с оплатой труда. Данная глава не является всесторонним обзором этой области, но содержит полезную информацию по нескольким вопросам, за которые, как часто считают, финансовый директор несет прямую ответственность, а именно: планы отложенной компенсации, страхование жизни, права на прирост стоимости акций (stock appreciation rights) и опционы на покупку акций. Данные вопросы обычно не относятся к кругу повседневных обязанностей отдела кадров, поскольку эти формы компенсации, как правило, предоставляются только в особых случаях и все чаще руководящим работникам.

ОТЛОЖЕННАЯ КОМПЕНСАЦИЯ*

В распоряжении финансового директора, который стремится удержать служащих компании как можно дольше, имеются разнообразные варианты планов отложенной компенсации. По любому из этих планов, налоговой целью служащего является уплата налогов только после фактического получения вознаграждения, в то время как работодатель хочет получить полные налоговые вычеты по всем выплаченным суммам, причем, чем быстрее, тем лучше.

Если план удовлетворяет достаточное количество критериев, чтобы считаться освобожденным трастом (exempt trust) или квалифицированным планом (qualified plan), компания может сразу учесть платежи по нему как расходы, даже если выплаты служащим, получающим вознаграждение, не будут производиться в течение нескольких налоговых лет. Кроме того, стоимость денежных средств или ценных бумаг в трасте может расти на основе отложенных налогов, в то время как участники плана не будут облагаться налогами до тех пор, пока они не получат выплаты по этому плану. К тому же,

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002), chapter 35.

денежные средства, выплачиваемые по плану, могут переводиться в пенсионный план IRA, а это приводит к дополнительной отсрочке налогообложения. Пока денежные средства находятся в трасте, ни один кредитор компании не может претендовать на них.

Чтобы план стал квалифицированным, он должен соответствовать ряду требований Налоговой службы, таких как минимальный уровень покрытия общего числа служащих компании, запрет на получение доходов по плану высокооплачиваемыми сотрудниками в ущерб остальным служащим и ограничения на суммы выплат по плану. Поскольку многие работодатели заинтересованы в создании планов отложенной компенсации, чтобы удержать небольшое число ключевых сотрудников, они скорее будут использовать *неквалифицированный план*, который не обязательно предлагать большому числу сотрудников.

При неквалифицированном плане работодатель может отражать в учете расходы на вознаграждение только одновременно с выплатой вознаграждений служащим. Компания, желающая заключить соглашения об отложенном вознаграждении только с избранными сотрудниками, будет склоняться именно к такому типу плана, поскольку он не требует выплат большому числу сотрудников, а также позволяет компании устанавливать сумму выплат на одного человека намного выше ограниченных уровней, разрешенных квалифицированным планом.

Практичным вариантом неквалифицированного плана является так называемый *«траст раввина» (rabbi trust)* — безотзывный траст, используемый для финансирования отложенных вознаграждений ключевым сотрудникам. При таком подходе, компания передает акции независимому доверительному управляющему, например, банку или трастовой компании; эти акции предназначены для осуществления в последующем выплат нескольким ключевым сотрудникам. Время до выплаты может занять в некоторых случаях семь лет и более, что дает компаниям прекрасную возможность надолго удерживать ключевых сотрудников с помощью таких планов. Служащие могут получать выплаты из траста в виде акций или наличными, платя налоги у источника получения. Компания может учитывать расходы одновременно с получением дохода сотрудником; однако, если сотрудник постепенно получает средства из плана, то компания может пропорционально учитывать затраты в период выплат. Если выплаты в траст совершаются в форме акций компании, тогда компания должна учитывать в качестве затрат только стоимость акций на момент передачи и может пренебречь любыми последующими изменениями стоимости акций. Компания, использующая «траст раввина», не обязана предоставлять всесторонние отчеты правительству в соответствии с положениями Закона о пенсионном обеспечении (ERISA); вместо этого ей нужно только один раз сообщить о плане в течение четырех месяцев после его вступления в силу. Кроме того, необходимо приступить к плану до начала любых услуг, к которым применяются выплаты, или, по крайней мере,

включить в план оговорку об исключении, которая будет действительна на протяжении всего срока соглашения об отложенном вознаграждении.

Условия «траста раввина» должны также указывать, что выплаты ключевым сотрудникам по этому плану не могут быть переданы третьей стороне. Кроме того, они должны указывать, что траст будет иметь характер нефинансируемого, как с точки зрения налогообложения, так и Раздела I Закона о пенсионном обеспечении. Далее, план должен устанавливать график будущих платежей или события, которые повлекут за собой осуществление платежей, а также сумму выплат получателям.

Компании, планирующей создание «траста раввина», следует, прежде всего, учесть то, что активы плана должны быть необеспеченными и не могут быть безоговорочно переданы сотрудникам, которые являются бенефициарами плана. Это требование основано на доктрине экономических благ, которая гласит, что отмена налогообложения произойдет только в том случае, если получение денежных средств связано с существенным риском утраты права. В связи с этим, текст плана должен содержать указание на то, что его участники относятся к классу общих необеспеченных кредиторов с точки зрения их прав на получение денежных средств по этому плану. Договорное обязательство о выплатах сотрудникам из плана не может быть обеспечено никакими видами долговых обязательств, поскольку это препятствует доступности активов для всех кредиторов. Однако тот факт, что денежные средства могут быть затребованы кредиторами, не означает их доступность для других нужд компании — платежные обязательства по отношению к целевым сотрудникам должны быть выполнены прежде, чем будут выделены какие-либо средства на другие нужды компании.

Необеспеченный статус «траста раввина» может вызвать серьезную озабоченность служащих, которые получают выплаты по нему. Кредиторы могут потребовать не только денежных средств, вложенных в траст, но и отложенных выплат заработной платы, вложенных в траст целевыми сотрудниками. Такая проблема встанет особенно остро в случае банкротства компании, поскольку требования обеспеченных кредиторов будут удовлетворены в полном объеме, прежде чем ключевые сотрудники смогут претендовать на оставшиеся в тресте денежные средства, в результате чего платежи будут произведены в меньшем объеме или не выплачены вообще. В случае фактического или возможного банкротства компания обязана поставить в известность доверительного управляющего, который обязан приостановить все последующие запланированные платежи участникам плана и сохранить все оставшиеся денежные средства для их распределения между обеспеченными кредиторами. В результате смена собственников может получить новую команду менеджеров, которая не склонна соблюдать условия соглашения об отсроченной компенсации, требующего дополнительных выплат в траст, и тогда участники, получающие выплаты по плану, могут подать на компанию в суд за пропущенные платежи. Однако в этом случае у ключевых сотрудников будет

иметься некоторая защита, поскольку договор об отложенной компенсации потребует от доверительного управляющего производить выплаты сотрудникам, когда настанет срок платежей. Главная проблема в том, что денежные средства для таких выплат будут по-прежнему иметься в наличии только в том случае, если компания выплачивает средства в траст.

Если потенциальный риск участников плана перевешивает преимущества «траста раввина», то можно создать *«светский траст» (secular trust).* При таком подходе активы участников плана будут защищены в случае несостоятельности корпорации, однако преимущество сниженного уровня риска сводится на нет текущим налогообложением отложенного вознаграждения, что делает такой план бессмысленным. Комбинированный вариант двух пенсионных планов, так называемый «равви-светский траст» (rabbicular trust), начинается как «траст раввина», но, если компания, вкладывающая денежные средства в план, оказывается на грани банкротства, то он преобразуется в «светский траст». Однако этот подход также приведет к тому, что все доходы будут учтены сразу же при переходе к «светскому трасту».

Несмотря на то, что «траст раввина» может обеспечить существенные выгоды как работодателю, так и ключевым сотрудникам, в некоторых штатах он запрещен, или разрешен только в ограниченном виде. Кроме того, «равви-светские» трасты должны быть тщательно прописаны, чтобы соответствовать всем законам об отсроченном вознаграждении как на уровне штата, так и на федеральном уровне. Следовательно, прежде чем выбрать один из планов отложенного вознаграждения, финансовый директор должен обратиться за помощью к квалифицированному специалисту по налогам.

СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ

Обычной практикой компании является обеспечение группового срочного страхования для своих служащих как части стандартного пакета льгот. Однако, для этого необходимо ведение дополнительной налоговой отчетности. Если страховая сумма превышает 50 000 долл., то компания должна отчитаться о сумме, превышающей стоимость страхования жизни на 50 000 долл. (в тех пределах, в которых служащий не платит за дополнительное страхование) в форме W-2 служащего как о налогооблагаемом доходе. В тех редких случаях, когда компания обеспечивает страхование жизни, которое ведет к некоторым денежным выплатам, расходы на это постоянное пособие служащему также следует включить в форму W-2. Такие расходы не указываются в форме W-2 служащего только в том случае, если получателем страховой суммы является не служащий, а компания. Обратная ситуация возникает, если компания обеспечивает страхование жизни не всем, а только нескольким ключевым сотрудникам; в этом случае полная стоимость страхования должна быть заявлена в форме W-2 служащего как налогооблагаемый доход.

ПРАВА НА ПРИРОСТ СТОИМОСТИ АКЦИЙ

Право на прирост стоимости акций (Stock Appreciation Right, SAR) — это форма компенсации, которую сотрудник получает в случае роста курса акций компании, при этом фактически не владея ими. К примеру, сотрудник получил 1000 единиц SAR при текущем курсе акций компании. Когда в будущем курс акции возрастет, сотрудник может исполнить SAR по своему усмотрению, в результате чего получит от компании выплату наличными в размере чистого прироста курсовой стоимости. При этом ни одна акция фактически не меняет владельца.

При распределении SAR служащие не знают будущих доходов, а работодатели — расходов. Налогообложение возникает для обеих сторон только тогда, когда служащий решит исполнить SAR и компания производит выплату по ним. Компания будет учитывать такие затраты как расходы на заработную плату или премию.

ОПЦИОНЫ НА АКЦИИ

Опцион на акции дает служащему право купить акции компании по определенной цене в течение определенного периода времени. Опционы на акции бывают двух видов: *премиальный опцион на акции* (incentive stock option, ISO) и *неквалифицированный опцион на акции* (nonqualified stock option, NSO).

Премиальный опцион на акции не облагается налогом ни во время предоставления, ни при конечном исполнении служащим опциона для покупки акций. Если служащий не продаст акции в течение двух лет со дня предоставления опциона или в течение года со дня его исполнения, тогда любая конечная прибыль будет облагаться налогом как долгосрочный прирост капитала. Однако, если служащий продаст акции в течение года с даты исполнения, то прибыль будет облагаться налогом как обычный доход. План ISO обычно требует от служащего исполнения всех выданных ему опционов на акции в пределах 90 дней после увольнения из компании, причем не имеет значения, сделал он это по собственному желанию или нет.

Снижение налогового бремени, обусловленное двухлетним ожиданием со дня предоставления опциона, сопряжено для служащего с риском падения стоимости соответствующих акций в данный промежуток времени, из-за чего преимущество сниженной налоговой ставки на долгосрочный прирост капитала в конце этого периода сводится на нет. Чтобы снизить потенциальные потери от снижения стоимости акций, можно воспользоваться статьей 83(б) и определить налогооблагаемый доход, исходя из покупной цены акций в течение 30 дней после даты исполнения опциона, что позволяет уплатить в это время налоги по ставке обычного дохода. Служащий не будет декларировать какой-либо дополнительный доход, связанный с купленными акциями

до тех пор, пока они не будут проданы или переданы иным образом по налогооблагаемой сделке, а дополнительный прирост, декларируемый в это время, будет облагаться по ставке налога на долгосрочный прирост капитала. Целесообразно применять раздел 83(б), если сумма объявленного дохода в это время невелика, а потенциальный рост цены акции значителен. Этот раздел не стоит применять, если при высоком объявленном доходе в момент применения (а значит и высоких налоговых выплатах) шанс на рост курса акции минимален, или в том случае, если компания может отменить опционы. Использование раздела 83(б) недопустимо для держателей опционов по плану NSO.

При использовании плана ISO необходимо также учитывать минимальный альтернативный налог (МАН). По сути, МАН требует от служащего уплаты налога с разницы между ценой исполнения и курсом акции в момент исполнения опциона, даже если акции в это время еще не проданы. В результате служащий может столкнуться с острой нехваткой денег и будет в состоянии заплатить сопутствующие налоги только после продажи акций. Эта проблема становится особенно сложной, если стоимость акций впоследствии падает, поскольку в этом случае не будет источника в виде дорогостоящих акций, которые можно обратить в денежные средства для уплаты требуемых налогов. Такая ситуация нередко возникает в тот момент, когда компания становится публичной, а служащие не имеют права продать свои акции в течение некоторого времени после даты первоначального публичного предложения и сталкиваются с риском убытков из-за падения их стоимости в течение этого времени. Установить сумму прибыли, которая должна быть объявлена согласно правилам МАН особенно сложно, если акции компании недоступны широкой публике, поскольку нет четкого консенсуса относительно стоимости акций. В этом случае Налоговая служба будет использовать цену акции, по которой был завершен последний этап финансирования. При окончательной продаже акций кредит по МАН может быть учтен при налогообложении объявленной прибыли, но в промежутке может иметь место значительная нехватка денежных средств. Чтобы избежать подобной ситуации, служащий может исполнить опцион в тот момент, когда оценочная стоимость акций компании достаточно невелика, что сократит платеж по МАН. Однако теперь служащий должен найти денежные средства для оплаты только что приобретенных им акций и, кроме того, сталкивается с риском, что акции не вырастут в цене и могут обесцениться.

План ISO является законным только тогда, когда он реализуется по следующим правилам:

- Премиальные опционы на акции могут быть предоставлены только служащим. Человек должен работать на нанимателя в течение всего времени, который начинается со дня предоставления опциона и заканчивается за три месяца до дня его исполнения.

- Срок действия опциона не может превышать десяти лет со дня его предоставления. Срок действия опциона составляет только пять лет в случае, если опцион предоставлен служащему, который в момент предоставления владел пакетом акций, обеспечивающим более 10% всех голосующих прав всех классов акций работодателя.
- Цена исполнения опциона в момент предоставления не должна быть ниже справедливой рыночной стоимости акций. Однако она должна составлять 110% от справедливой рыночной стоимости в случае, если опцион предоставлен служащему, который на время предоставления опциона владел пакетом акций, обеспечивающим более 10% всех голосующих прав всех классов акций работодателя.
- Суммарная стоимость всех опционов, которые могут быть исполнены одним служащим в течение одного года, не должна превышать 100 000 долл. Любые суммы, превышающие 100 000 долл., будут трактоваться как неквалифицированный опцион на акции (с коротким сроком покрытия).
- Опционы не могут быть переданы служащим другим лицам и могут быть исполнены только при его жизни.

Если предоставленные опционы не удовлетворяют перечисленным критериям или предоставлены лицам, которые не являются служащими по вышеприведенному определению, то их следует считать неквалифицированными опционами на акции.

Неквалифицированный опцион на акции не подлежит льготному режиму налогообложения согласно Налоговому кодексу (отсюда и название). Его называют также *нестатусным опционом на акции*. У получателя NSO не возникает каких-либо налоговых обязательств в дату предоставления опциона, если эти опционы не торгуются на бирже. В этом случае опцион можно сразу продать, и поэтому налог будет рассчитываться по справедливой рыночной стоимости опционов на бирже в день предоставления. Опцион NSO будет облагаться налогом после его исполнения, исходя из разницы между ценой исполнения опциона и справедливой рыночной стоимостью акции в этот день. Полученная прибыль будет облагаться налогом как обычный доход. Если после дня исполнения курс акции вырастет, то дополнительный доход облагается по ставке налога на прирост капитала.

Не существует каких-либо правил управления NSO, поэтому цена исполнения опциона может быть ниже справедливой рыночной стоимости акции на день предоставления. Цена исполнения опциона может быть установлена существенно выше текущей справедливой рыночной стоимости на день предоставления, что называется *премиальным грантом*. Можно также выпустить *опционы с возрастающим курсом*, когда используется скользящая шкала цены исполнения опционов, которая изменяется вместе с индексом базовой группы, нивелируя тем самым влияние крупных перемен на фондовом рынке и за-

ставляя компанию превосходить индекс фондового рынка, чтобы обеспечить прибыль на выданные опционы на акции. Также могут быть созданы «Небесные парашюты» (Heavenly Parachute) из опционов на акции, которые дают наследникам умершего держателя опциона до трех лет, в течение которых можно исполнить его опционы.

Руководство компании должно отдавать себе отчет в том, что планы ISO и NSO влияют и на саму компанию, а не только на ее служащих. Используя план ISO, компания не получает налоговых вычетов на операции с опционами на акции. Однако при плане NSO компания получает налоговые вычеты, равные сумме дохода, который должен задекларировать служащий. Если компания не ожидает никакого налогооблагаемого дохода во время действия опционов на акции, то наличие налоговых вычетов не принесет ей непосредственной выгоды (хотя вычеты могут быть перенесены для частичного покрытия прибыли в будущие годы), и поэтому компания будет склонна использовать план ISO. Такой подход особенно распространен среди компаний, еще не ставших публичными. С другой стороны, публичные компании, обычно более доходные, а потому стремящиеся к налоговым вычетам, будут более расположены к использованию плана NSO. Исследования показали, что большинство служащих, получивших опцион того или иного вида, стремится исполнить его как можно быстрее, что по существу превращает план ISO в план NSO с точки зрения налогообложения. Это также одна из причин, по которой многие компании предпочитают планы NSO.

ВЫВОДЫ

В данной главе рассмотрены только те вопросы компенсации служащим, в решении которых участвует финансовый директор. Другие вопросы, такие как определение шкалы заработной платы служащих, взаимодействие с профсоюзами и разработка схем поощрительных премиальных выплат, обычно можно без риска передать отделу кадров, в то время как рассмотренные здесь темы скорее относятся к компетенции финансового директора, и, возможно, именно ему придется представлять их в совете директоров.

ГЛАВА 24

БАНКРОТСТВО

Хотя ни один *финансовый* директор не желает участвовать в банкротстве компании, обстоятельства порой складываются по-иному. К процессу банкротства обязательно следует привлечь как можно более опытного юрисконсульта, способного предложить множество возможных стратегий взаимодействия с кредиторами и судом по делам о банкротстве, а также рассмотрения бесчисленных исков и встречных требований, которые могут возникнуть в ходе судебной процедуры банкротства, иногда затягивающейся на много лет. Но прежде чем обращаться к юрисконсульту, финансовому директору следует прочесть эту главу, чтобы получить представление об основных действующих лицах в драме банкротства, последовательности этого процесса, очередности кредиторов, налоговых и других связанных с этим вопросах.

ЗАКОНЫ, ПРИМЕНЯЕМЫЕ В СЛУЧАЕ БАНКРОТСТВА

Все применяемые законы, связанные с банкротством, изданы Федеральным правительством и собраны в томе 11 Свода законов США, называемом также Кодексом о банкротстве. Глава 3 Кодекса описывает процесс объявления о банкротстве, глава 5 взаимоотношения с должниками и кредиторами, глава 7 посвящена ликвидации корпорации, а глава 11 перечисляет последовательность действий по ее реорганизации.

Согласно главе 7 финансовый директор играет пассивную роль в процессе ликвидации, по существу лишь наблюдая за тем, как доверенное лицо, назначенное судом, распродает активы компании и распределяет вырученные денежные средства среди кредиторов и акционеров в соответствии с четко определенной очередностью платежей (см. раздел «Очередность удовлетворения требований кредиторов и акционеров»). Согласно главе 11, реорганизация обычно позволяет руководству управлять компанией, пока идут переговоры с кредиторами об урегулировании остающихся требований.

Согласно Кодексу, любая компания в любое время может объявить о банкротстве. При этом чистая стоимость компании необязательно должна

быть отрицательной; единственное требование — компания должна располагаться в США.

Решение о добровольном объявлении банкротства принимает совет директоров, который должен утвердить резолюцию типа той, что показана в табл. 24.1. Эта резолюция должна быть внесена в книгу протоколов корпорации. В качестве альтернативы, любая группа кредиторов может подать совместное заявление о принудительном банкротстве, тем самым, объявив компанию банкротом против ее воли.

Таблица 24.1. **Пример резолюции совета директоров о банкротстве**

ПРИНИМАЯ ВО ВНИМАНИЕ, что Совет директоров Корпорации принял решение о необходимости подачи Корпорацией заявления о банкротстве согласно главе 11 в суд по делам о банкротствах,
ПОСТАНОВИЛИ, что должностным лицам Корпорации, а также членам ее юридической фирмы _____, настоящим разрешается и поручается предоставить все документы, необходимые для заявления о банкротстве согласно Главе 11 от имени Корпорации,
ДОПОЛНИТЕЛЬНО ПОСТАНОВИЛИ, что должностным лицам Корпорации настоящим разрешается и поручается представлять Корпорацию во всех производствах по делам о банкротстве, а также совершать от имени Корпорации все необходимые действия, связанные с настоящим заявлением,
ДОПОЛНИТЕЛЬНО ПОСТАНОВИЛИ, что любые действия, совершенные должностными лицами Корпорации до даты настоящей резолюции относительно петиции о банкротстве, настоящим одобряются Корпорацией
ДОПОЛНИТЕЛЬНО ПОСТАНОВИЛИ, что это решение, подписанное членами Совета директоров, вступает в силу (дата)

ДЕЙСТВУЮЩИЕ ЛИЦА В ДРАМЕ БАНКРОТСТВА

Компания подает заявление о банкротстве в местный *суд по делам о банкротстве.* Такой суд является отделением Окружного суда США, т. е. в каждом штате существует, по крайней мере, один суд по делам о банкротстве, что отражает организационную структуру системы окружных судов. В суде по делам о банкротстве нет присяжных, все решения принимает *судья по делам о банкротстве.* Судья назначается на 14-летний срок с правом продления срока полномочий. Несмотря на то, что дела о банкротствах возлагаются на индивидуальных судей в произвольном порядке, определенные окружные суды славятся большим числом дружественных к компаниям судей, из-за чего многие компании стараются объявить о банкротстве именно в этих округах, чтобы иметь возможность попасть к «хорошему» судье.

Суд по делам о банкротстве может назначить *эксперта* для изучения финансового положения компании. В качестве эксперта выступает обычно сторонняя аудиторская фирма, не имевшая ранее связей с компанией. Назначение

эксперта обязательно, если общая сумма задолженности компании превышает 5 млн. долл.; его часто назначают также в том случае, если существуют признаки обширных инсайдерных операций, фактов мошенничества или некомпетентности.

Если компания заявляет о ликвидации по главе 7 Кодекса о банкротстве, то суд назначает *доверенное лицо* для наблюдения за ходом ликвидации. При реорганизации компании по главе 11 доверенное лицо обычно не назначают, поскольку ответственность за ведение процесса реорганизации ложится на действующую команду менеджеров. Однако, согласно главе 11, доверенное лицо можно назначить при реорганизации, если существуют доказательства мошенничества или существенной некомпетентности существующей команды менеджеров. Вознаграждение доверенному лицу выплачивается за счет активов компании, находящейся в процессе банкротства.

Если при реорганизации по главе 11 доверенное лицо не назначается, то управление процессом банкротства возлагается на *существующую команду менеджеров*. На этом этапе деятельность команды менеджеров, направленная на достижение высокого дохода на капитал акционеров, прекращается. Это необходимо для того, чтобы вернуть кредиторам максимально возможную сумму. По сути, главой команды менеджеров становится новая группа юридических лиц. Если команда менеджеров продолжает принимать решения, по которым интересы акционеров превалируют над интересами кредиторов, то суд по делам о банкротстве, скорее всего, передаст ее полномочия доверенному лицу. Команда менеджеров должна совместно с кредиторами разработать график погашения задолженности, приемлемый для всех основных сторон, и информировать суд по делам о банкротстве о ходе его выполнения, предоставляя ежемесячные отчеты о достигнутых результатах.

Составление плана реорганизации требует участия *обеспеченных кредиторов* и *комитета необеспеченных кредиторов* совместно с командой менеджеров или доверенным лицом. Обеспеченные кредиторы заинтересованы, прежде всего, в получении полной стоимости предоставленных им залогов. Обычно комитет необеспеченных кредиторов состоит только из семи крупнейших необеспеченных кредиторов, поскольку включение в него всех кредиторов сделало бы его слишком громоздкой группой. Предполагается, что члены этого комитета представляют в суде по делам о банкротстве интересы всех необеспеченных кредиторов.

Наконец, компания или суд по делам о банкротстве могут нанять ряд консультантов. Следует как можно раньше обратиться к *юристам*, специализирующимся на банкротствах, за советом относительно времени, места и структуры подачи заявления о банкротстве. Как упоминалось выше, для проверки бухгалтерских книг компании суд может пригласить *аудиторов*, в то время как компания может нанять *бухгалтеров*, чтобы подготовиться к приходу аудиторов. Полезно также привлечь фирму *по связям с общественностью*, которая положительно настроит деловых партнеров компании относительно

процедуры банкротства. Если кредиторы не уверены в способности команды менеджеров восстановить платежеспособность компании, они могут настоять на приглашении *специалиста по финансовому оздоровлению*, который либо займет должность президента компании, либо станет его консультантом. Для определения рыночной стоимости залога, находящегося у обеспеченных кредиторов, а также общей стоимости компании как действующего предприятия, могут быть наняты *оценщики*. Наконец, в наихудшем варианте для ликвидации всех корпоративных активов можно обратиться в *аукционный дом*.

ОЧЕРЕДНОСТЬ УДОВЛЕТВОРЕНИЯ ТРЕБОВАНИЙ КРЕДИТОРОВ И АКЦИОНЕРОВ

Кодекс о банкротстве перечисляет конкретный порядок удовлетворения требований в случае банкротства, а именно:

1. *Обеспеченные требования.* Выплаты кредиторам, обеспеченные залогом под ответственность компании, совершаются в соответствие с ликвидационной стоимостью залога. Затем все оставшиеся суммы переводятся в категорию выплат необеспеченным кредиторам.
2. *Административные расходы, связанные с банкротством.* Связанные с банкротством вознаграждения юристов, доверенного лица и других консультантов.
3. *Заработная плата служащих.* Расходы по заработной плате рабочих и служащих в течение 90 дней со дня объявления банкротства.
4. *Налоги.* Все невыплаченные налоги государственным органам, включая налоги на прибыль, с продаж, на заработную плату и на движимое имущество.
5. *Требования необеспеченных кредиторов.* Все требования, не перечисленные выше и не обеспеченные никаким видом залога. Обычно они составляют большую часть требований кредиторов при банкротстве. Если денежных средств недостаточно для полного удовлетворения этих требований, то распределение в этой группе осуществляется на пропорциональной основе.
6. *Акционеры* Выплаты владельцам акций компании совершаются только после того, как будут удовлетворены требования всех вышеперечисленных в настоящем списке лиц, на что часто уходят все денежные средства. Если по иску о мошенничестве с ценными бумагами суд принимает решение в пользу акционера, то присужденная сумма также включается в эту категорию — а это означает, что выплаты в соответствие с этим решением, возможно, никогда не будут совершены.

ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОСТЬ СОБЫТИЙ ПРИ БАНКРОТСТВЕ

Если компания принимает решение об объявлении банкротства в соответствии с главой 11, она должна подать заявление в суд по делам о банкротстве вместе с резолюцией о банкротстве, утвержденной советом директоров (как показано выше в табл. 24.1). Прежде всего, компания должна выбрать наиболее подходящий для нее суд, в который она подаст это заявление. Хотя судьи по делам о банкротстве действуют согласно одним и тем же принципам и, следовательно, при рассмотрении одних и те же фактов должны принимать одинаковые решения, это не совсем так. Некоторые судьи по делам о банкротствах считаются более расположенными к должникам, а на других может оказать влияние потенциальная потеря рабочих мест, если большое число сотрудников компании работает вблизи суда. Например, компания, зарегистрированная в Делавэре, может объявить о банкротстве либо здесь, где, как считается, судьи дружелюбно относятся к компаниям, либо в том округе, где находится большая часть ее сотрудников. На выбор определенного места рассмотрения дела может повлиять опыт работы адвоката компании с определенным судом или даже возможные расходы на частые поездки в судебный округ на слушания по делу о банкротстве.

Объявление банкротства связано со значительным объемом рутинной работы, часть которой, правда, можно отложить на несколько дней и выполнить уже после первоначального объявления банкротства. Наиболее трудоемкими видами работ при объявлении банкротства являются:

- *Реестр активов и пассивов.* По сути, это очень подробный бухгалтерский баланс с перечислением всех видов собственности (включая дебиторскую задолженность и все основные средства), а также списком всех кредиторов компании, имеющих обеспеченные и необеспеченные требования, и суммы этих требований. Очень важно указать, является ли то или иное требование спорным, неопределенным по сумме или зависящим от определенного обстоятельства. Благодаря этому, все возможные кредиторы будут занесены в список лиц, подлежащих судебному уведомлению о рассмотрении дела о банкротстве, а, значит, не смогут заявить претензии об отсутствии уведомления. Таким образом, компания не будет иметь дело с дополнительными недокументированными требованиями после прекращения защиты от преследования со стороны кредиторов. Эти реестры содержат также списки действующих контрактов и содолжников. При первой подаче реестров в суд по делам банкротства компания едва ли предоставит полный список активов и пассивов, но она может подавать обновленные реестры позже, по мере поступления дополнительной информации.

- *Отчет о финансовых делах.* Это очень подробный отчет о прибылях и убытках за текущий и два прошлых года. Особый интерес представляет дополнительный реестр всех выплат кредиторам, произведенных в течение 90 дней до даты объявления банкротства, поскольку с его помощью определяется право компании вернуть себе деньги, уплаченные кредиторам. Еще один реестр содержит все дарения в течение прошлого года: с его помощью выявляются передачи с целью мошенничества, которые компания может вернуть.

Компания официально считается банкротом с того момента, когда судебный секретарь ставит на заявлении печать с датой. Начиная с этой даты и времени, налагается запрет на дальнейшие действия кредиторов, направленные на получение денежных средств и других активов компании, включая требования уплаты долга, вступление во владение залогом, требование наложения ареста на имущество, аннулирование страхования, возврат подоходного налога, возбуждение судебных процессов или требование засчитать непогашенную дебиторскую задолженность в счет задолженности компании перед ними. Тем не менее, сторонние лица по-прежнему могут возбуждать уголовные процессы, а арендодатели — выселять должников, если срок аренды истек до даты объявления банкротства.

Компания также должна подать заявление об удержании специалистов для помощи в деле о банкротстве. Такими специалистами могут быть юристы, бухгалтеры, специальные менеджеры, содействующие деятельности компании, оценщики и фирма по связям с общественностью. В заявлении отражается положение об оплате этим специалистам любой помощи, уже оказанной компании до подачи заявления о банкротстве.

После подачи заявления о банкротстве первоочередной задачей компании становится обращение *за первичными распоряжениями.* Это распоряжения суда об удовлетворении компанией предшествующих требований сотрудников (*прежде всего, выплата заработной платы рабочим и служащим*) и основных поставщиков, т. е. в первые дни банкротства в работе компании не происходит кратковременных перерывов. Хотя первичные распоряжения допускают плановые выплаты заработных плат рабочим и служащим, платежи поставщикам разрешается производить лишь в том случае, если поставщика трудно заменить или отказ в оплате вызовет остановку в работе компании.

Суд должен также утвердить результаты переговоров компании с коммунальными предприятиями. По закону коммунальное предприятие обязано продолжить предоставление услуг компании-банкроту в течение 20 дней после объявления банкротства, после чего оно имеет право прекратить услуги, если компания не может предоставить дополнительные гарантии платежа, например, крупный задаток. Учитывая необходимость в непрерывном предоставлении услуг этими поставщиками, суд обычно одобряет лю-

бые разумные договоренности, которые обеспечат коммунальным предприятиям некоторые гарантии платежа.

Суд может также утвердить премии за удержание ключевого персонала, что является особенно важным для тех, кто обладает основной информацией или контактами, и чей уход может привести к существенным нарушениям в работе компании. Суды могут также утвердить умеренное выходное пособие для этого персонала, но маловероятно, что он утвердит непомерные «золотые парашюты».

Следующий важный шаг в процессе банкротства — обеспечение финансирования, достаточного для продолжения деятельности компании. Даже если возможно такое эффективное управление оборотным капиталом, при котором не возникнет необходимости в других источниках финансирования, компании следует позаботиться хотя бы о кредитной линии, чтобы справиться с непредвиденными перебоями в поступлении денежных средств. Проще всего продолжить существующую кредитную линию, что обязательно потребует дополнительных переговоров с заимодавцем, который может запросить дополнительный залог, частые отчеты о деятельности компании, периодические платежи по ссуде и значительные вложения в смету текущих затрат. Если для получения кредитной линии требуется новый кредитор, компания может предложить ему залог, а также право первоочередности над другими административными расходами, чтобы этот кредитор получил оплату в полном объеме раньше удовлетворения всех остальных требований об оплате административных расходов. В редких случаях возможно предоставление кредитору права первоочередности на активы, обремененные другими правами удержания. Последний подход эффективен только в том случае, если компания может доказать, что сумма залога, предоставленного существующим кредиторам, превышает стоимость их требований, и в таком случае разница может быть предложена (с разрешения суда) новому кредитору.

Решив вопросы финансирования, компания должна стабилизировать свою производственную деятельность. Прежде всего, необходимо добиться разумных условий кредита от поставщиков, которые при объявлении банкротства сразу же захотят перейти на условия оплаты при доставке. Сделать это можно, держа поставщиков в курсе развития дела о банкротстве, а также постоянно выполняя платежные обязательства. Эффективный подход состоит также в том, чтобы обсудить с поставщиками выгодные условия осуществления платежей после объявления банкротства, пообещав им взамен попытаться убедить суд в необходимости выплат поставщикам в полном объеме согласно первичным распоряжениям. Даже если поставщик переходит на условия оплаты при доставке, финансовый директор может попытаться восстановить кредит в небольших объемах и с короткими интервалами платежей, а затем добиваться постепенного улучшения этих условий, доказав способность компании соблюдать сокращенные сроки.

Действия по стабилизации деятельности не требуют одобрения суда, который, тем не менее, может пресечь коллективные действия команды менеджеров, если они выходят за рамки обычной коммерческой деятельности. К этому относится продажа активов или любые другие действия, которые могут быть расценены как удовлетворение требований кредиторов, возникших до объявления банкротства. Комитет необеспеченных кредиторов будет озабочен, и не без оснований, объемом продаваемых активов, поскольку именно они являются источником денежных средств, за счет которых будут удовлетворяться требования этих кредиторов. Суд будет настаивать на том, чтобы активы, которые захочет продать руководство компании, были проданы как можно дороже, и поэтому может потребовать тщательного анализа цен, предлагаемых потенциальными покупателями.

Проходя различные стадии банкротства, компания должна предоставлять суду по делам о банкротстве ежемесячные отчеты о результатах своей деятельности. Такой отчет обычно должен быть подан в течение 15 дней после окончания каждого месяца и должен включать подробные финансовые отчеты, а также вспомогательные документы, такие как выписка из банковского счета и реестр дебиторской и кредиторской задолженности по срокам давности. Обычно этот отчет состоит из следующих частей:

- Таблица поступлений и расходов за текущий месяц согласно банковскому счету
- Классификация дебиторской задолженности по срокам давности
- Классификация кредиторской задолженности по срокам давности
- Отчет о денежных расходах
- Таблица бухгалтерского баланса по дочерним компаниям
- Отчет о прибылях и убытках после подачи заявления, по дочерним компаниям
- Отчет о прибылях и убытках за текущий год до подачи заявления о банкротстве, по дочерним компаниям
- Отчет о прибылях и убытках за текущий год после подачи заявления о банкротстве, по дочерним компаниям
- График прироста и убыли основных средств
- График платежей инсайдерам и профессионалам
- График изменения численности сотрудников
- Реестр текущих полисов страхования и периодов страхового обеспечения
- Комментарии о ходе подготовки плана реорганизации.

Практически в самом начале производства по делу о банкротстве компания должна попросить суд выпустить *постановление о дате суда*. В этом постановлении указывается, что кредиторы должны заявить требования до определенной даты, после которой они лишаются этого права. Уведомляя об

этом постановлении суда всех своих кредиторов (лучше всего послать уведомление каждому, включенному в адресную базу данных поставщиков, даже если нет сведений о наличии требования), компания сведет к минимуму риск появления дополнительных требований после окончания производства по делу о банкротстве.

Если компания публична, ей необходимо уведомить о планируемом объявлении банкротства Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC) и регулярно отчитываться перед ней о ходе производства дела о банкротстве. Эти регулярные уведомления могут сопровождаться текущими обсуждениями с SEC возможной отмены котирования акций и ценных бумаг компании. Возможно, SEC также захочет провести собственное расследование причин объявления банкротства, поскольку от инвесторов могут последовать обвинения в мошенничестве, на которые она захочет ответить, или же SEC пожелает представить собственные обвинения.

Помимо SEC, публичная компания должна провести переговоры с фондовой биржей, на которой торгуются ее акции. Обычно на биржах действует правило, согласно которому акции компании перестанут котироваться, если цена акции находится ниже 1 долл. в течение, по крайней мере, 90 дней, хотя биржи, как правило, предоставляют продолжительный льготный период, в течение которого компания может найти способ повысить цену (например, путем консолидации акций).

Ключевым преимуществом компании-банкрота является ее законное право пересматривать договоры с исполнением в будущем и действующие договоры аренды, принимая или аннулируя их. Договор с исполнением в будущем — это такой договор, для выполнения которого осталось еще много незавершенных действий с обеих сторон, и если одна сторона прекращает свои действия, другая может предъявить иск о нарушении условий контракта. Аренда представляет собой серию постоянных платежей за пользование имуществом, например, копировальным аппаратом, транспортным средством или производственным зданием. Эти два определения распространяются на множество различных контрактов, благодаря чему у компании появляется исключительная возможность пересмотреть значительную часть своих юридических соглашений и тем самым существенно сократить свои обязательства.

Несмотря на право компании принимать или аннулировать договоры такого рода, спешить с этим не стоит до тех пор, пока у нее не будет жизнеспособного бизнес-плана, который, как ожидается, позволит ей выйти из банкротства. Иначе все платежи по принятым договорам попадут в категорию административных расходов, которые оплачиваются до удовлетворения требований необеспеченных кредиторов (именно поэтому комитет необеспеченных кредиторов обычно выступает против принятия договоров). Единственным недостатком отсрочки принятия договора является то, что пока принимается решение, компания по-прежнему обязана производить

платежи согласно его условиям. Короче, лучше всего выполнять обязательства по всем договорам, если руководство *уверено* в их последующем принятии, и перестать выполнять те договоры, подтверждать которые оно *явно не захочет*.

Если руководство компании принимает решение аннулировать контракт, оставшиеся платежи по контракту не отменяются. Напротив, они переходят в разряд требований необеспеченных кредиторов, и шансы на то, что они будут удовлетворены, значительно уменьшаются. Поскольку некоторые договоры аренды имеют длительный срок действия, общая сумма отмененных платежей окажется настолько значительной, что составит большую часть необеспеченных требований, и тем самым умалит значение всех остальных требований в том случае, если сумма потенциальных выплат компании ограничена. Чтобы не позволять арендодателю занять такую выгодную позицию, законы о банкротстве ограничивают обязательства перед арендодателем 15% всех оставшихся арендных платежей или годовой суммой арендной платы (меньшей из двух величин).

Если руководство компании решает принять договор, то другая сторона имеет право расторгнуть его, сославшись на банкротство. В этом случае руководство может предложить другой стороне крупный залог или предпринять другие подобные меры, предоставив второй стороне гарантию того, что компания в состоянии выполнять условия договора.

После подачи заявления о банкротстве руководству компании дается четыре месяца на составление плана реорганизации и еще два месяца для утверждения его судом. Этот срок может быть продлен, иногда несколько раз, если команда менеджеров добросовестно работает над планом. В противном случае составление плана реорганизации может быть передано другим лицам, связанным с компанией.

Разработка плана реорганизации — крайне сложное и трудоемкое дело, поскольку компания должна работать с различными группами кредиторов и акционеров, чтобы добиться общего одобрения этого плана. Трудности объясняются различными целями разных групп. Например, обеспеченных кредиторов волнует, прежде всего, получение полной стоимости их залога, а значит и получение полных выплат по их требованиям. Напротив, «инвесторы-стервятники», купившие долговые обязательства компании с огромной скидкой, скорее всего, захотят получить часть акций компании, а с их помощью и контроль над ее деятельностью. Необеспеченные кредиторы обычно требуют денежных выплат, пусть даже небольшой части своих требований, а акционеры будут рады сохранить хоть какую-то часть капитала. Разумеется, выработка соглашения с такой разношерстной группой потребует большого объема работы и обычно происходит только после длительных, многомесячных переговоров.

План реорганизации, как правило, представляет собой разновидность одного или нескольких вариантов платежей:

- *Долгосрочные денежные выплаты.* Основными получателями выступают обеспеченные кредиторы, поскольку компании могут потребоваться годы, чтобы собрать достаточную сумму денег для полного расчета с ними и перейти, наконец, к группе необеспеченных кредиторов. Данный подход выгоден и для акционеров, которые при его утверждении могут объединиться с обеспеченными акционерами.
- *Ликвидация активов.* Данный подход не требует полной ликвидации компании и предназначен для расчета с кредиторами в ближайшем будущем, в результате чего компания значительно уменьшится. Этот подход поддержат как обеспеченные, так и необеспеченные кредиторы.
- *Вливание заемного или акционерного капитала.* Этот подход эффективен в том случае, когда все стороны признают, что всем будет выгодно, если компания продолжит свое существование для выплаты долгов. Однако увеличение акционерного капитала приведет к разбавлению акционеров, а рост задолженности — к появлению новых обеспеченных кредиторов, так что ни одна из сторон не будет особенно склонна к тому, чтобы поддержать этот подход.
- *Перевод долговых обязательств в акции.* Этот подход применяют, когда нет источника денежных средств для выплат кредиторам. Может произойти сильное разбавление акционеров, поэтому они не будут голосовать за него. Кредиторы применяют этот подход лишь в качестве крайней меры, поскольку они не получат каких-либо денежных выплат.

Независимо от того, какая форма расчетов используется для удовлетворения кредиторов, план имеет одинаковую структуру. Прежде всего, план содержит принцип классификации кредиторов по голосующим блокам. Кредиторы со схожими требованиями объединяются вместе для голосования, в результате чего обеспеченный кредитор может попасть как в голосующий блок обеспеченных кредиторов, так и в голосующий блок необеспеченных кредиторов, если какое-то из его требований не обеспечено залогом. В следующем параграфе описан порядок выплат для каждого класса кредиторов. Например, обеспеченные кредиторы будут удовлетворены в полном объеме, а необеспеченные получат лишь четверть причитающейся им суммы. Далее план описывает, каким образом команда менеджеров намерена осуществлять выплаты, что может включаться в полную смету текущих расходов. Также в план входят организационные мероприятия, обеспечение новых займов, слияние с другой компанией и т. д. В одном из его разделов четко оговаривается, какие договоры аренды и контракты компания решила принять или аннулировать, т. е. имеется формальный документ на случай, если другая сторона впоследствии предъявит иск по данному вопросу.

Далее, команда менеджеров составляет резюме плана реорганизации, которое называется заявлением о раскрытии информации. Заявление выдается кредиторам и используется для того, чтобы убедить их голосовать за принятие плана реорганизации. По своему содержанию заявление о раскрытии информации напоминает меморандум предложения, который составляется для предложения акций; о нем рассказывается в главе 15 «Привлечение капитала».

После того, как заявление о раскрытии информации будет утверждено судом, компания рассылает его вместе с результатами голосования тем кредиторам, чьи требования ущемлены (т. е. едва ли будут удовлетворены полностью). Пакет документов не рассылается тем кредиторам, чьи требования будут удовлетворены полностью (например, обеспеченным кредиторам), поскольку суд предполагает, что они и без того одобрят план. Для голосования кредиторы делятся на классы. Под классом понимается группа кредиторов, чьи требования будут удовлетворяться одинаковым образом. К примеру, одной группе предложат выплатить 30 центов с каждого доллара, другой — акции компании вместо суммы задолженности. План будет считаться одобренным кредиторами, если, по крайней мере, половина всех голосующих кредиторов проголосует в его пользу, а также, если на них приходится две трети стоимости требований всех проголосовавших кредиторов в данном классе. Это условие называется *требованием «половина/две трети»*. К примеру, если класс состоит из 50 кредиторов, и только 8 из них участвуют в голосовании, правило «половина/две трети» будет применяться только к этим 8 голосам. Таким образом, довольно небольшая часть кредиторов в одном классе может оказать решающее влияние на принятие плана.

После завершения голосования план направляется в суд для окончательного утверждения. Прежде чем окончательно утвердить план, суд применяет в его отношении ряд нормативных проверок. Особый интерес для команды менеджеров представляет проверка «лучших интересов кредиторов», которая должна показать, что утверждение представленного плана приведет к более полному удовлетворению интересов кредиторов, чем в случае простой ликвидации компании. Разрабатывая проект плана реорганизации, команда менеджеров должна твердо помнить об этом, чтобы суд в итоге не отклонил план.

Если все кредиторы одобрили план и все нормативно-правовые барьеры преодолены, весьма вероятно, что суд утвердит план реорганизации. Если один из классов кредиторов все же отклонит план, команда менеджеров в любом случае может обратиться в суд с просьбой утвердить план — это называется «проталкиванием» (cramdown). При этом план должен одобрить хотя бы один класс кредиторов, а команда менеджеров обязана полностью удовлетворить требования тех классов кредиторов, которые его отклонили. Обычно это означает, что требования классов с более низкой очередностью удовлетворения выплат, чем у классов, отклонивших план, удовлетворены

не будут. В частности, акционеры, которые стоят на самом последнем месте, почти наверняка не получат ничего. Иными словами, «проталкивание» можно осуществить лишь путем устранения капитальных долей первоначальных акционеров.

После утверждения плана суд официально освобождает компанию от всех долгов, уплата которых не требуется по плану реорганизации. Если позднее компания снова объявит о банкротстве, она будет должна кредиторам только те сниженные суммы долгов, которые указаны в плане реорганизации.

Учитывая множество этапов, которые компания должна пройти прежде, чем получит освобождение от долговых обязательств в суде по делам о банкротстве, становится очевидно, что затраты на оплату специалистов на всем протяжении этого длительного процесса окажутся существенными и могут составить значительную часть собственности компании. Следовательно, команда менеджеров должна позаботиться о том, чтобы ей не пришлось слишком долго ждать вступления в силу решения о защите от преследования со стороны кредиторов, пока компания еще располагает достаточными средствами для расчета со специалистами, а также для того, чтобы довести процесс до конца. Это означает, что объявление банкротства не сиюминутное решение, напротив, тщательное планирование этого события требует долгих предварительных обсуждений с юрисконсультом.

НАЛОГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА В СЛУЧАЕ БАНКРОТСТВА*

Объявление банкротства обычно не освобождает от уплаты налогов. Большая часть задолженности по налогам, которая возникла до объявления банкротства, заносится в список очередности удовлетворения требований кредиторов и акционеров. Речь идет о следующих налогах:

- Налоги на прибыль за годы, предшествующие банкротству
- Налоги на прибыль за 240 дней, предшествующих подаче заявления о банкротстве
- Налог на прибыль, сумма которого еще не определена, но подлежит уплате после даты заявления о банкротстве
- Подоходный налог на заработную плату, который компания обязана уплатить
- Часть налога на заработную плату, выплачиваемая работодателем
- Акцизы на все трансакции, совершенные до даты объявления банкротства

---

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002), p. 494.

Если компания объявляет о ликвидации согласно главе 7 Закона о банкротстве, вышеперечисленные налоги выплачиваются из оставшихся активов после того, как будут удовлетворены требования кредиторов с более высокой очередностью. Если компания находится под защитой от преследований со стороны кредиторов согласно главе 11, то налоги вместе с пени она может перечислять в Налоговую службу в течение шести лет.

Налоги, возникающие в течение периода, когда компания находится в процессе банкротства, считаются текущими административными издержками, а, значит, подлежат немедленной уплате.

Если компания задерживает уплату штатного налога на безработицу, то ей обычно не разрешается делать вычет в 90% от суммы, выплаченной в федеральный фонд помощи безработным, при уплате штатного налога. Однако это наказание отменяется в отношении компании-банкрота, и таким образом вся сумма федерального налога на безработицу может все еще быть зачтена при уплате штатного налога на безработицу.

В некоторых случаях сумма долга, списанного в связи с банкротством, считается налогооблагаемым доходом компании-банкрота. В этом случае сумма, на которую был уменьшен долг, может быть использована для снижения первоначальной стоимости амортизируемой собственности (но не более чем на общую величину первоначальной стоимости собственности за вычетом всех обязательств компании непосредственно после аннулирования долга). В качестве альтернативного варианта эту сумму можно использовать для того, чтобы: покрыть чистые операционные убытки компании за тот год, когда произошло аннулирование долга; покрыть переходящие остатки, обычно используемые для расчета общей кредитоспособности бизнеса; покрыть минимальный налоговый кредит; покрыть любой чистый убыток капитала и любой переходящий остаток убытка капитала; и затем покрыть любые убытки от пассивной деятельности. Такие покрытия могут осуществляться доллар за доллар, за исключением переходящего остатка по *кредиту*, который можно сократить на $33^1/_3$ цента за каждый доллар аннулированного долга.

Особое беспокойство у должностных лиц компании вызывает уплата подоходного налога с заработной платы. Средства для уплаты этого налога компания держит в доверительном управлении до их перечисления государству, и поэтому они не считаются частью активов компании-банкрота и должны выплачиваться полностью даже после объявления банкротства. Государство может взимать этот налог в обход компании непосредственно с ее должностных лиц, в число которых может входить любой, кто подписывает чеки на выплату заработной платы, даже если он не является должностным лицом. Таким образом, чтобы избежать личной ответственности, должностные лица компании должны быть уверены, что подоходный налог с заработной платы перечисляется вовремя, как до процедуры банкротства, так и во время нее.

ОСОБЫЕ ПРАВИЛА БАНКРОТСТВА

Компания имеет право (и обязана) получить назад все платежи, произведенные кредиторами в течение 90 дней до объявления о банкротстве, которые превышают то, что кредитор мог бы получить при компенсации вместе с другими необеспеченными кредиторами после банкротства. Требование необеспеченного кредитора, который будет вынужден возвратить деньги по иску, попадет в этом случае в группу требований других необеспеченных кредиторов и будет удовлетворено на пропорциональной основе вместе с остальными. Это правило не распространяется на обеспеченных кредиторов, поскольку последние получили бы выплаты в том же объеме, если бы они дождались возмещения после банкротства. 90-дневный период, предусмотренный данным правилом, продлевается до одного года в том случае, если платежи произведены инсайдерам компании.

Частью процесса стабилизации основной деятельности является анализ всех прав удержания имущества компании. Если извещение кредитора об обладании правом удержания имущества компании официально зарегистрировано должностным лицом штата, например, государственным секретарем, то компания обязана признать это право и включить кредитора в категорию обеспеченных. Гораздо вероятнее, что такое лицо получит полную компенсацию всех обеспеченных долгов. Однако если кредитор официально не зарегистрировал такое извещение, любое право удержания, которым он обладает по отношению к имуществу компании, будет аннулировано, вследствие чего шансы кредитора на возмещение долгов будут не выше, чем у других необеспеченных кредиторов. Правило применяется даже в том случае, если руководство компании *знает* о праве кредитора на удержание активов компании.

Кредитору не запрещаются дальнейшие действия по взысканию долгов, если он подает заявление о том, что дальнейшее использование компанией его залога постепенно снижает сумму предоставленного ему залога. Например, риск невозвращения ссуды, обеспеченной товарными запасами компании, будет постепенно возрастать, если уровень товарных запасов постепенно снижается после объявления банкротства. В этом случае кредитор может потребовать, чтобы компания заменила залог, сумма которого сокращается, другими формами обеспечения, например, выплатами в счет суммы долга или другим способом, определенным в результате переговоров.

АЛЬТЕРНАТИВЫ БАНКРОТСТВУ

Банкротство — исключительно дорогое мероприятие, поэтому, прежде чем решиться на него, финансовый директор, наверняка, захочет рассмотреть другие возможные варианты. Одно из них — попросить кредиторов об *отсрочке* платежей. Соглашаясь на такую просьбу, кредиторы могут в ответ

потребовать залог, что повлечет за собой цепную реакцию дополнительных переговоров с другими лицами, имеющими преимущественные права на использование активов в качестве залога. Возможно, финансовый директор примет решение обсудить вопрос об отсрочке с каждым кредитором в отдельности на случай, если кто-то из них склонен принять более длительные сроки платежей, чем требуют остальные. Если кредиторы объединяются в комитет кредиторов, наиболее вероятным результатом станет определение стандартного срока выплат.

Несколько сильнее подействует на кредиторов, если финансовый директор предложит им *компромиссное соглашение*, которое заключается в согласии кредиторов на частичные выплаты по причитающимся им долговым обязательствам. Несмотря на очевидность того, что долги не будут выплачены полностью, кредиторы могут предпочесть этот вариант банкротству компании, поскольку в этом случае они получат больше, чем при банкротстве. Данный подход наименее приемлем для обеспеченных кредиторов, которые могут требовать полного погашения долгов, если подождут судопроизводства о банкротстве, при условии, что ликвидационная стоимость переданного им залога, по крайней мере, равна сумме задолженности.

В обмен на сокращения и отсрочки платежей кредиторы могут потребовать определенного представительства в руководстве компании или совете директоров. Хотя финансовый директор может потерять часть контроля, обычно это с лихвой оправдывается снижением расходов, связанных с банкротством.

ВЫВОДЫ

Прочитав данную главу, финансовый директор должен усвоить два основных вывода. Во-первых, ввиду количества экспертов, которых придется нанимать, банкротство может оказаться очень дорогим мероприятием. Во-вторых, из-за огромного количества действий и сторонних лиц, вовлеченных в банкротство, успешное завершение этого процесса займет немало времени. По этим двум причинам чрезвычайно важно начинать процесс банкротства только тогда, когда компания располагает денежными средствами, достаточными для его завершения. Это значит, что банкротство следует планировать задолго до его начала, возможно, в качестве одной из множества стратегических альтернатив, и объявлять о нем, как только оно станет наиболее целесообразным способом решения проблем компании. И наоборот, хуже всего объявлять о банкротстве, когда испробованы и провалились все остальные варианты, израсходованы все денежные средства, получены (и исчерпаны) все возможные формы кредита. Такой подход почти всегда приводит, в конечном счете, к ликвидации компании, а не к успешному выходу ее из банкротства в какой-то момент в будущем.

ЧАСТЬ 7

ПРИЛОЖЕНИЯ

ПРИЛОЖЕНИЕ А

КОНТРОЛЬНЫЙ СПИСОК НОВОГО ФИНАНСОВОГО ДИРЕКТОРА

Человека, недавно занявшего пост финансового директора, может поразить огромное число задач, требующих выполнения. С чего же начать? Приведенный ниже список поможет расставить приоритеты при выполнении этих задач.

Следует четко выделить несколько первоочередных задач, направленных на создание и повышение точности системы прогноза движения денежных средств, что требует глубокого знания таких вопросов, как кредиторская и дебиторская задолженность, выплата долгов, контракты и капиталовложения. Новый финансовый директор должен твердо усвоить эту информацию, прежде чем переходить к каким-либо другим действиям, поскольку без денежных средств компания прогорит так быстро, что финансовый директор просто не успеет приступить к выполнению других задач.

Важнейшей приоритетной задачей, следующей непосредственно за системой прогноза движения денежных средств, является детальное изучение всех действующих контрактов. Финансовый директор должен лично просмотреть их и выяснить, не содержат ли они таких условий, которые в будущем могут подвергнуть компанию риску или окажут существенное отрицательное влияние на ее рентабельность.

Следующая по приоритетности группа задач связана с созданием систем показателей, которые помогают финансовому директору определить, какие проблемы могут возникнуть и как они повлияют на очередность его дальнейших действий.

Далее по списку следует полный обзор возможностей служащих, которые находятся под началом финансового директора, а также графика выполнения работ и потребностей в обучении персонала. Неопытному финансовому директору эта задача может показаться первоочередной, но в нашем списке ее приоритетность ниже, поскольку работа с кадрами ближе к среднесрочным и долгосрочным целям. Она оказывает незначительное влияние на краткосрочные результаты работы в подотчетных финансовому директору областях, в то время как вышеперечисленные задачи должны быть выполнены очень

быстро, чтобы финансовый директор мог выяснить, какие области подвержены риску и требуют незамедлительного внимания.

Очередность действий, следующих по приоритетности за работой с кадрами, может изменяться в зависимости от конкретной ситуации в компании. Тем не менее, мы настойчиво рекомендуем финансовому директору точно следовать этим приоритетам, в том числе и в работе с кадрами, поскольку выполнение этих задач поможет ему наилучшим образом удовлетворить важнейшие краткосрочные потребности организации.

Приоритетность	Действие	Описание
1	Прогноз движения денежных средств	Любые другие действия бесполезны, если у компании заканчиваются деньги; поэтому немедленно составьте прогноз движения денежных средств и первое время пересматривайте его еженедельно. Постоянно вносите изменения в модель, чтобы повысить ее точность.
2	Организация ежедневной выверки банковских счетов	Прогноз движения денежных средств будет не очень точным, если есть неточности в исходных банковских балансах. Обеспечьте доступ к ежедневным банковским балансам через Интернет и убедитесь в том, что ежедневная выверка основана именно на этой информации.
3	Анализ кредиторской задолженности	Просматривайте не только всю текущую кредиторскую задолженность, но проводите также полную годовую проверку реестра поставщиков вместе со служащими, отвечающими за кредиторскую задолженность. Цель — выяснить характер, сумму и сроки платежей. Такая информация чрезвычайно важна для повышения точности прогнозов движения денежных средств.
4	Анализ взыскания долгов	Просматривайте всю текущую дебиторскую задолженность вместе со служащими, отвечающими за дебиторскую задолженность, а затем расширьте проверку, включив в нее всех крупных клиентов, даже если в настоящий момент нет непогашенной дебиторской задолженности. Это даст прекрасное общее представление о поступлении денежных средств для составления прогнозов.
5	Анализ кредитных соглашений	Лично просматривайте кредитные соглашения, чтобы проверить даты платежей, применяемые процентные ставки и особенно любые оговорки, которые могут привести к требованию кредитора о досрочном погашении долга. Знание этого предотвратит появление неожиданностей в системе прогнозирования движения денежных средств.
6	Анализ капиталовложений	Последнее место в системе прогнозов движения денежных средств занимают капитальные вложения. Среди задач, связанных с денежными средствами, капитальные вложения занимают последнее по приоритетности место, поскольку обычно это дискреционные платежи. Финансовый директор должен знать, какие капиталовложения являются важнейшими краткосрочными позициями, которые нельзя отложить, а какие можно потенциально перенести на будущее.

Приоритетность	Действие	Описание
7	Анализ контрактов	Финансовый директор и юрисконсульт должны получить копии всех действующих контрактов и очень подробно изучить их, чтобы убедиться, что они не содержат неожиданностей, таких как неучтенная задолженность или возможные судебные процессы. Эта проблема заслуживает внимания со стороны финансового директора с самого начала его пребывания в должности.
8	Создание системы показателей	Чтобы определить результаты работы компании в ряде областей, создайте систему начальных показателей на многомесячной трендовой линии. Конечно, сюда следует включать число дней дебиторской и кредиторской задолженности, а также запасов, валовую и операционную норму прибыли, общую точку безубыточности и любые показатели, предусматриваемые условиями кредитных договоров. Конкретные показатели будут меняться в зависимости от отрасли. Цель — дать финансовому директору ранние сигналы о потенциальных проблемах в работе компании.
9	Создание отчетов о продажах	Финансовый директор должен знать об ожидаемых продажах, по крайней мере, на текущий месяц, а также обо всех изменениях в портфеле заказов. Такие данные должны отражаться в еженедельном отчете о продажах, который подается не только финансовому директору, но и всей команде менеджеров.
10	Создание оперативных отчетов	Финансовый директор объединяет все периодические продажи, перечисленные в торговых отчетах, в один оперативный отчет, в котором по статьям приводится самое последнее ожидание суммарных финансовых результатов за отчетный период. Также как и торговый отчет, оперативный отчет должен составляться еженедельно и рассылаться всей команде менеджеров. Выполнив десять первоочередных задач, финансовый директор получит данные обо всех аспектах движения денежных средств, проблемах с контрактами и краткосрочных финансовых результатах.
11	Обзор персонала	После того, как краткосрочные вопросы решены, можно перейти к обзору главного долгосрочного актива финансового директора — персонала. Этот обзор должен включать в себя изучение резюме всех служащих, находящихся в прямом или косвенном подчинении у финансового директора, личные встречи с ними или групповые совещания. В результате следует составить ясное представление о способностях и мотивации каждого сотрудника, его слабых сторонах и потребности в обучении.
12	Анализ эффективности работы отделов	Разработайте систему показателей для тех функций, за которые несет ответственность финансовый директор, и определите, эффективность каких из них необходимо повысить в первую очередь. Опираясь на первоначальный обзор персонала, разработайте план повышения эффективности и начните его реализацию.

Приоритетность	Действие	Описание
13	Разработка программ обучения	Опираясь на обзор персонала и планы повышения эффективности работы отделов, разработайте программу обучения для каждого служащего в зависимости от того, какое место он занимает в ваших планах повышения эффективности работы отделов
14	Делегирование задач	Опираясь на данные, собранные при выполнении трех предыдущих задач, финансовый директор должен рассмотреть возможность постепенной передачи некоторых задач подчиненным что позволит ему уделять больше времени остальным приоритетным задачам Если нет компетентных сотрудников которым можно передать задачи, то следующим шагом финансового директора должна стать замена сотрудников для повышения качества персонала Приступив к выполнению приоритетных задач в управлении персоналом, финансовый директор может перейти к выявлению и устранению рисков
15	Рассмотрение рекомендаций аудиторов	После каждой проверки внешние аудиторы обычно направляют руководству компании письмо, в котором перечислены проблемы контроля и другие проблемы, которые, по их мнению, требуют внимания Это — прекрасный источник информации для нового финансового директора, желающего быстро узнать о потенциально проблемных областях
16	Обзор отчетов внутренних аудиторов	Отчеты внутренних аудиторов, так же как и письмо внешних аудиторов, дают информацию о потенциальных областях риска, хотя многие фирмы не имеют групп внутреннего аудита или эти группы действуют в ограниченном количестве областей Финансовый директор должен получить и изучить такие отчеты если они имеются
17	Анализ систем контроля	Финансовый директор должен провести общий обзор всего финансового контроля на основе информации, полученной в результате выполнения двух предыдущих приоритетных задач, а также изучить функциональные схемы контроля всех основных учетных и финансовых операций В результате этого должны быть выявлены слабые места в системах контроля, которые финансовый директор может устранить
18	Анализ страховых полисов	Финансовому директору следует нанять юридическую фирму для анализа всех действующих страховых полисов, а также оценки всех обязательств, которые могут потребовать дополнительного страхового обеспечения Поскольку это техническая область, в которой финансовый директор может быть недостаточно компетентен, возникает необходимость привлечения эксперта Финансовый директор должен изучить отчет эксперта и внести необходимые изменения в систему страхования
19	Обзор других рисков	Финансовый директор должен встретиться с руководителями других подразделений, чтобы вместе с ними оценить другие виды рисков, которым подвержена компания, и разработать стратегию управления рисками компенсирующую каждый из них Эта задача завершает список приоритетов, связанных с управлением рисками После этого финансовый директор может переити к улучшению систем отчетности

Приоритетность	Действие	Описание
20	Анализ раскрытия финансовой информации	Если компания является публичной, то финансовый директор должен сравнить действующие требования к подаче отчетов в Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC) с фактической отчетностью компании, и внести в нее необходимые изменения Эту рутинную работу можно передать компетентному подчиненному или даже внешним аудиторам
21	Анализ докладов для руководства компании	Теперь финансовый директор должен располагать достаточными предварительными знаниями о деятельности компании, чтобы понять, содержат ли доклады бухгалтерии и финансового отдела всю информацию, необходимую для надлежащего управления компанией Вполне вероятно, что потребуется кардинальный пересмотр существующей системы отчетности
22	Анализ потребностей компьютерной системы	При составлении новых докладов для руководства могут быть выявлены изъяны в исходных компьютерных системах, например, недостаточная емкость запоминающего устройства или невозможность автоматического сбора различных видов основной информации Это подходящий момент для оценки финансовым директором потребностей этих систем и начала их долгосрочной модернизации, если это необходимо
23	Анализ затрат	Финансовый директор должен провести групповые и индивидуальные встречи с бухгалтерами, а также с большинством руководителей подразделений, чтобы вместе с ними детально проанализировать весь отчет о прибылях и убытках и разработать краткосрочный и долгосрочный планы снижения затрат
24	Анализ финансовой политики	Прибыли компании могут зависеть от принятой в финансовом отделе политики предоставления кредита, допустимых вариантов инвестирования и вопросов налогообложения Финансовый директор должен работать с соответствующими отделами (например, с руководителем отдела сбыта проанализировать кредитную политику) над разработкой надлежащей политики для их сфер деятельности
25	Разработка бюджетного процесса	Приоритетность бюджета может возрасти, если финансовый директор вступает в должность в середине стандартного бюджетного периода Этот процесс должен включать в себя оценку его эффективности в прошлом, его согласованности со стратегией компании и его соответствия плану материального стимулирования менеджеров Ключевым аспектом является разработка финансового плана, чтобы финансовый директор имел представление о сроках и объеме денежных средств, которые могут потребоваться
26	Встреча с кредиторами	Приоритетность данной задачи может существенно возрасти, если в момент вступления финансового директора в должность компания испытывает серьезные затруднения. В противном случае финансовый директор должен сначала разработать финансовый бюджет, а затем встретиться с кредиторами, чтобы понять, как они могут помочь в удовлетворении потребностей компании.

Приоритетность	Действие	Описание
27	Встреча с инвестиционными банками	Итогом бюджетного процесса должен стать не только план получения кредитов (см. две предыдущие приоритетные задачи), но и привлечение дополнительного капитала, если необходимо. Вместе с инвестиционными банками компании финансовый директор должен определить состояние рынков акций и стоимость привлечения дополнительного капитала
28	Анализ старения запасов	Если существенную часть активов компании составляют запасы, то финансовому директору потребуется много времени на то, чтобы физически изучить состояние запасов, места их хранения, возраст и возможное снижение стоимости. Эти действия необходимы, поскольку отчеты о запасах подвержены жульничеству и пропускам, либо они могут оказаться значительно переоцененными. Короче, товарные запасы могут стать ночным кошмаром для финансового директора, если их не отслеживать надлежащим образом.
29	Анализ систем хранения документов	Последней по приоритетности задачей является анализ систем хранения документов. Финансовые директора нередко пренебрегают этим вопросом, однако небрежное хранение документов может вызвать серьезные проблемы при проведении любого аудита и привести к штрафным санкциям со стороны государственных органов. Несмотря на низкую приоритетность, этот пункт тоже заслуживает внимания.

Приведенный выше список приоритетов не должен порождать у кого-либо представления, что после выполнения какой-то задачи к ней в дальнейшем можно не возвращаться. Напротив, во время выполнения каждой приоритетной задачи могут быть выявлены дополнительные проблемные области, которые потребуют дополнительной работы. Кроме того, любая система со временем может деградировать, поэтому требует от финансового директора периодических проверок с целью убедиться, что она функционирует надлежащим образом. Короче, новый финансовый директор обнаружит, что он снова и снова возвращается к этому списку.

ПРИЛОЖЕНИЕ B

КОНТРОЛЬНЫЙ СПИСОК ПОКАЗАТЕЛЕЙ*

Это приложение содержит все показатели, которые понадобятся финансовому директору для оценки финансового состояния компании, а также эффективности работы бухгалтерии. Его цель — помочь читателю быстро найти нужную формулу.

Показатели распределяются по следующим основным категориям:

- Использование активов
- Эффективность работы
- Движение денежных средств
- Ликвидность
- Структура капитала и платежеспособность
- Рентабельность инвестиций
- Рыночные показатели
- Показатели работы бухгалтерии и финансового отдела

В некоторых случаях представлено несколько вариантов одного и того же показателя.

Название	Формула
ПОКАЗАТЕЛИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ АКТИВОВ	
Отношение накопленной амортизации к основным средствам	$\frac{\text{Накопленная амортизация}}{\text{Совокупные основные средства}}$
Точка безубыточности	$\frac{\text{Совокупные операционные расходы}}{\text{Средняя норма валовой прибыли}}$
	$\frac{\text{Совокупные операционные расходы} - (\text{Износ} + \text{Амортизация} + \text{Другие неденежные расходы})}{\text{Средняя норма валовой прибыли}}$

* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из *Business Ratios and Formulas* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002), приложение B.

Название	Формула
Коэффициенты валютного курса	Прибыли и убытки в иностранной валюте / Чистая прибыль
	Прибыли и убытки в иностранной валюте / Общий объем продаж
Отношение дополнительных льгот к расходам на заработную плату рабочих и служащих	Страхование жизни + Медицинское страхование + + Затраты на пенсионное обеспечение + Другие льготы / Заработная плата служащих и рабочих + + Налоги с заработной платы
Отношение «гудвилл» к активам	Неамортизированный «гудвилл» / Общая стоимость активов
Отношение процентных расходов к долгу	Процентные Расходы / Краткосрочный долг + Долгосрочный долг)
Оборачиваемость инвестиций	Продажи / Акционерный капитал + Долгосрочные обязательства
Запас прочности	Текущий уровень продаж – – Точка безубыточности самоокупаемости) / Текущий уровень продаж
Коэффициент накладных расходов	Совокупные накладные расходы / Прямые расходы на оплату труда
	Совокупные накладные расходы / Общее количество машино-часов
Отношение накладных расходов к себестоимости продаж	Совокупные накладные расходы / Себестоимость проданных товаров
	Совокупные накладные расходы / Основные материалы + Прямые расходы на оплату труда
	Совокупные накладные расходы / Основные материалы
Отношение расходов на ремонт и техническое обслуживание к основным средствам	Совокупные расходы на ремонт и техническое обслуживание / Совокупные основные средства до амортизации
Коэффициент невыполненных заказов	Объем полученных заказов / Объем продаж

Название	Формула
	Совокупный портфель заказов / Объем продаж за год / 360 дней
Отношение расходов, связанных с продажами, к сумме продаж	(Оклады продавцов + Комиссионные + Командировочные расходы + Другие расходы, связанные с продажами) / Объем продаж
Продажи на одного работника	Выручка за год / Эквивалент общего числа работников на полной ставке
Отношение дохода от продаж к валовой сумме продаж	Совокупный доход от продаж / Валовый объем продаж
Отношение суммы продаж к административным расходам	Чистый объем продаж за год / Совокупные общие и административные расходы
Отношение суммы продаж к акционерному капиталу	Чистый объем продаж за год / Совокупный акционерный капитал
Отношение суммы продаж к основным средствам	Чистый объем продаж за год / Совокупные основные средства
	Чистый объем продаж за год / Совокупные основные средства до накопленной амортизации
Отношение суммы продаж к оборотному капиталу	Чистый объем продаж за год / (Дебиторская задолженность + Запасы – Кредиторская задолженность)
Норма налоговой ставки	Уплаченный подоходный налог / Прибыль до налогообложения
	Расходы на подоходный налог / Прибыль до налогообложения
ПОКАЗАТЕЛИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ОСНОВНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ	
Индекс валовой прибыли	(Валовая прибыль за второй период / Объем продаж за второй период) / (Валовая прибыль за первый период / Объем продаж за первый период)
Норма валовой прибыли	(Выручка – (Накладные расходы + Основные материалы + Прямые расходы на оплату труда))

Название	Формула
	$\frac{\text{Выручка} - \text{Основные материалы}}{\text{Выручка}}$
Норма дохода от инвестиций	$\frac{\text{Дивидендный доход} + \text{Процентный доход}}{\text{Текущая оценка инвестиций}}$
Норма чистой прибыли	$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}}$
Коэффициент задействованных активов	$\frac{\text{Активы, используемые для создания дохода}}{\text{Совокупные активы}}$
Коэффициент операционного рычага	$\frac{\text{Объем продаж} - \text{Переменные затраты}}{\text{Прибыль от операций}}$
Норма прибыли от операций	$\frac{\text{Объем продаж} - (\text{Себестоимость проданных товаров} + \text{Общие, административные и коммерческие расходы})}{\text{Объем продаж}}$
Прибыль на одного работника	$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Эквивалент общего числа работников на полной ставке}}$
Прибыль от продаж	$\frac{\text{Валовая прибыль} - \text{Коммерческие расходы}}{\text{Валовая выручка от продаж}}$
Отношение суммы продаж к производственной прибыли	$\frac{\text{Производственная прибыль}}{\text{(Чистый объем продаж} - \text{Доход от инвестиционной деятельности)}}$
ПОКАЗАТЕЛИ ДВИЖЕНИЯ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ	
Коэффициент покрытия денежным потоком	$\frac{\text{Совокупные долговые выплаты} + \text{Выплаты дивидендов} + \text{Капиталовложения}}{\text{Чистая прибыль} + \text{Неденежные расходы} - \text{Неденежные продажи}}$
Денежный поток от операций	$\frac{\text{Прибыль от операций} + \text{Неденежные расходы} - \text{Неденежные продажи}}{\text{Прибыль от операций}}$
	$\frac{\text{Чистая прибыль} + \text{Неденежные расходы} - \text{Неденежные продажи}}{\text{Чистая прибыль}}$
Денежная рентабельность активов	$\frac{\text{Чистая прибыль} + \text{Неденежные расходы} - \text{Неденежные продажи}}{\text{Совокупные активы}}$

Название	Формула
Денежная рентабельность продаж	(Чистая прибыль + Неденежные расходы – Неденежные продажи) / Общий объем продаж
Отношение денежного потока к долговым обязательствам	(Чистая прибыль + Неденежные расходы – Неденежные продажи) / (Долг + Арендные обязательства)
	(Чистая прибыль + Неденежные расходы – Неденежные продажи) / Совокупные выплаты по долгосрочным долговым обязательствам за данный период
Отношение денежного потока к потребностям в основных средствах	(Чистая прибыль + Неденежные расходы – Неденежные продажи) / Запланированные покупки основных средств
	(Чистая прибыль + Неденежные расходы – Неденежные продажи – Дивиденды – Платежи в счет погашения основного долга) / Запланированные покупки основных средств
Отношение денежных поступлений к продажам, на которые выставлены счета, и промежуточным выплатам по счетам	Денежные поступления / Продажи по счетам + Промежуточные выплаты по счетам
Коэффициент реинвестирования денежных средств	Прирост основных средств + Прирост оборотного капитала / Чистая прибыль + Неденежные расходы – Неденежные продажи – Дивиденды
Отношение денежных средств к оборотным активам	(Денежные средства + Краткосрочные ликвидные ценные бумаги) / Оборотные активы
Отношение денежных средств к краткосрочным обязательствам	(Денежные средства + Краткосрочные ликвидные ценные бумаги) / Краткосрочные обязательства
Отношение денежных средств к оборотному капиталу	(Денежные средства + Краткосрочные ликвидные ценные бумаги) / (Оборотные активы – Краткосрочные обязательства)
Норма выплачиваемого дивиденда	Совокупные выплаты дивидендов / Чистая прибыль + Неденежные расходы – Неденежные продажи
Число дней покрытия расходов	(Денежные средства + Краткосрочные ликвидные ценные бумаги + Дебиторская задолженность) / Денежные затраты за год/360

Название	Формула
Коэффициент покрытия постоянных затрат	$\frac{\text{Фиксированные расходы + Фиксированные выплаты}}{\text{Денежный поток от операций}}$
Отношение капитализации к денежному потоку	$\frac{\text{(Цена акции) × (Количество акций в обращении)}}{\text{Прибыль до вычета процентов, налогов, износа и амортизации}}$
ПОКАЗАТЕЛИ ЛИКВИДНОСТИ	
Число дней кредиторской задолженности	$\frac{\text{Кредиторская задолженность}}{\text{Закупки / 360}}$
Оборот кредиторской задолженности	$\frac{\text{Совокупные покупки}}{\text{Баланс кредиторской задолженности на конец периода}}$
Инвестиции в дебиторскую задолженность	$\frac{\text{Среднее количество дней до оплаты}}{\text{360 дней}} \times \text{Годовой объем продаж в кредит} \times (1 - \text{Валовая прибыль \%}) \times \text{Стоимость капитала}$
Оборот дебиторской задолженности	$\frac{\text{Годовой объем продаж в кредит}}{\text{Средняя дебиторская задолженность + Векселя клиентов к оплате}}$
Формула Альтмана: предсказание банкротства с использованием Z-счета	(Прибыль от операций / Совокупные активы) × 3,3 + (Объем продаж / Совокупные активы) × 0,999 + (Рыночная стоимость обыкновенных акций + Привилегированные акции / Совокупные обязательства) × 0,6 + (Оборотный капитал / Совокупные активы) × 1,2 + (Нераспределенная прибыль / Совокупные активы) × 1,4
Средний период погашения дебиторской задолженности	$\frac{\text{Средняя дебиторская задолженность}}{\text{Годовой объем продаж / 365}}$
Норма кассовых резервов	$\frac{\text{Денежные средства + Краткосрочные ликвидные ценные бумаги}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$
Коэффициент краткосрочных обязательств	$\frac{\text{Краткосрочные обязательства}}{\text{Совокупные обязательства}}$
Текущая ликвидность	$\frac{\text{Оборотные средства}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$

Название	Формула
Число просроченных дней по неоплаченным продажам	$\dfrac{\text{Годовой (365 дней) объем продаж в кредит по неоплаченным счетам}}{\text{Средняя просроченная дебиторская задолженность}}$
Индекс числа дней продаж в дебиторской задолженности	$\dfrac{\text{Дебиторская задолженность за второй период}}{\text{Объем продаж за второй период}}$ $\dfrac{\text{Дебиторская задолженность за первый период}}{\text{Объем продаж за первый период}}$
Продолжительность защищенного периода	$\dfrac{\text{Денежные средства + Ликвидные ценные бумаги + Дебиторская задолженность}}{\text{Ожидаемые дневные операционные расходы}}$
Баланс дебиторской задолженности на конец периода	$\text{Средний период погашения дебиторской задолженности} \times \dfrac{\text{Прогноз продаж за данный период}}{\text{количество дней периода}}$
Отношение запасов к объему продаж	$\dfrac{\text{Объем продаж}}{\text{Запасы}}$
Отношение запасов к оборотному капиталу	$\dfrac{\text{Запасы}}{\text{Дебиторская задолженность + Запасы – Кредиторская задолженность}}$
Оборачиваемость запасов	$\dfrac{\text{Себестоимость проданных товаров}}{\text{Запасы}}$ $365 / \dfrac{\text{Себестоимость проданных товаров}}{\text{Запасы}}$ $\dfrac{\text{Основные материалы}}{\text{Запасы сырья}}$
Индекс ликвидности	$\dfrac{\text{(Дебиторская задолженность} \times \text{Число дней до погашения) + (Запасы} \times \text{Число дней до погашения)}}{\text{Дебиторская задолженность + Запасы}}$
Отношение необоротных средств к долгосрочным обязательствам	$\dfrac{\text{Необоротные средства}}{\text{Долгосрочные обязательства}}$
Коэффициент срочной ликвидности	$\dfrac{\text{Денежные средства + Ликвидные ценные бумаги + Дебиторская задолженность}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$
Отношение краткосрочных обязательств к оплате к совокупным краткосрочным обязательствам	$\dfrac{\text{Краткосрочные обязательства с оплатой до указанной даты}}{\text{Совокупные краткосрочные обязательства}}$

Название	Формула
Коэффициент конверсии рисковых активов	$\frac{\text{Стоимость активов с минимальной денежной оценкой}}{\text{Совокупные активы}}$
Отношение объема продаж к оборотным средствам	$\frac{\text{Объем продаж}}{\text{Оборотные средства}}$
Отношение краткосрочной задолженности к долгосрочной задолженности	$\frac{\text{Совокупная краткосрочная задолженность}}{\text{Совокупная долгосрочная задолженность}}$
Производительность оборотного капитала	$\frac{\text{Годовой объем продаж}}{\text{Оборотный капитал}}$
Отношение оборотного капитала к долговым обязательствам	$\frac{\text{Денежные средства} + \text{Дебиторская задолженность} + \text{Запасы} - \text{Кредиторская задолженность}}{\text{Долговые обязательства}}$

ПОКАЗАТЕЛИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА И ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ

Отношение начисленных платежей к активам	$\frac{\text{Изменение оборотного капитала} - \text{Изменение денежных средств} - \text{Изменение амортизационных отчислений}}{\text{Изменение совокупных активов}}$
Индекс качества активов	$\frac{1 - \frac{\text{Оборотные средства за второй период} + \text{Чистая стоимость основных средств за второй период}}{\text{Совокупные активы за второй период}}}{1 - \frac{\text{Оборотные средства за первый период} + \text{Чистая стоимость основных средств за первый период}}{\text{Совокупные активы за первый период}}}$
Коэффициент покрытия долга	$\frac{\text{Прибыль до вычета процентов и налогов}}{\text{Проценты} + \frac{\text{Плановые платежи основного долга}}{1 - \text{Ставка налога}}}$
Отношение долга к капиталу	$\frac{\text{Долговые обязательства}}{\text{Акционерный капитал}}$
Коэффициент профинансированного капитала	$\frac{\text{Акционерный капитал} + \text{Долгосрочный долг}}{\text{Совокупные основные средства}}$
Отношение выпущенных акций к акциям, объявленным к эмиссии	$\frac{\text{Выпущенные акции} + \text{Опционы на акции} + \text{Варранты на акции} + \text{Конвертируемые ценные бумаги}}{\text{Общее количество акций, объявленных к эмиссии}}$
Отношение привилегированных акций к совокупному акционерному капиталу	$\frac{\text{Привилегированные акции}}{\text{Акционерный капитал}}$

Название	Формула
Отношение нераспределенной прибыли к совокупному акционерному капиталу	Нераспределенная прибыль / Акционерный капитал
Коэффициент покрытия процентов	Средний денежный поток / Средние процентные расходы
Коэффициент покрытия дивиденда по привилегированным акциям	Чистая прибыль / Дивиденд по привилегированным акциям

ПОКАЗАТЕЛИ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ

Балансовая стоимость в расчете на одну акцию	(Совокупный акционерный капитал – Стоимость ликвидации привилегированных акций) / Общее количество обыкновенных акций в обращении
Норма выплачиваемого дивиденда	Дивиденд на одну акцию / Прибыль на одну акцию
Норма дивидендного дохода	Дивиденд на одну акцию / Рыночная цена одной акции
Прибыль на одну акцию	(Чистая прибыль – Дивиденды на привилегированные акции) / (Общее количество обыкновенных акций в обращении + Эквиваленты обыкновенных акций)
Экономическая добавленная стоимость	(Чистые инвестиции) × (Фактическая рентабельность инвестиции – Стоимость капитала в процентах)
Темп роста акционерного капитала	(Чистая прибыль – Дивиденды на обыкновенные акции – Дивиденды на привилегированные акции) / Акционерный капитал в обыкновенных акциях на начало периода
Индекс финансового рычага	Рентабельность акционерного капитала / Рентабельность активов
Чистая стоимость	Совокупные активы – Совокупные обязательства (Совокупные активы – Совокупные обязательства – Дивиденды на привилегированные акции) / Общее количество обыкновенных акций в обращении
Процент изменения прибыли на акцию	Изменение прибыли на акцию / Прибыль на акцию за предыдущий период
Рентабельность используемых активов	Чистая прибыль / Совокупные активы

Название	Формула
Рентабельность акционерного капитала (обыкновенные акции)	$\frac{\text{Чистая прибыль} - \text{Дивиденды на привилегированные акции}}{\text{Акционерный капитал в обыкновенных акциях}}$
Норма рентабельности акционерного капитала	$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Совокупный акционерный капитал}}$
Рентабельность работающих активов	$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Активы, использованные для создания дохода}}$
Балансовая стоимость материальных средств	Балансовая стоимость – («Гудвилл» + Другие нематериальные активы)
РЫНОЧНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ	
Норма капитализации	$\frac{\text{Прибыль на акцию}}{\text{Рыночная цена акции}}$
Стоимость капитала	$\frac{\text{Процентные расходы} \times (1 - \text{Ставка налога})}{\text{Сумма долга} - \text{Комиссия за привлечение долга} + \text{Долговая премия} - \text{Долговой дисконт}} + \frac{\text{Процентные расходы}}{\text{Сумма привилегированных акций}} +$ Безрисковая доходность + (Бета × (Средняя доходность акции – Безрисковая доходность))
Соотношение продаж и покупок акций инсайдерами	$\frac{\text{Количество акций, проданных инсайдерами}}{\text{Количество акций, купленных инсайдерами}}$
Добавленная рыночная стоимость	(Количество обыкновенных акций в обращении × × Цена акции) + (Количество привилегированных акций в обращении × Цена акции) – (Балансовая стоимость инвестированного капитала)
Коэффициент «цена/прибыль»	$\frac{\text{Средняя цена обыкновенной акции}}{\text{Чистая прибыль на акцию}}$
Отношение объема продаж к цене акции	$\frac{\text{Чистый годовой объем продаж}}{\text{Средняя цена обыкновенной акции}}$
Отношение опционов на акции к обыкновенным акциям	$\frac{\text{Количество опционов на акции}}{\text{Количество обыкновенных акций в обращении}}$ $\frac{\text{Количество опционов, срок исполнения которых наступил}}{\text{Количество обыкновенных акций в обращении}}$

Название	Формула
	Количество опционов с наступившим сроком исполнения «в деньгах» / Количество обыкновенных акций в обращении
ПОКАЗАТЕЛИ РАБОТЫ БУХГАЛТЕРИИ И ФИНАНСОВОГО ОТДЕЛА	
Средний период выплаты по отчету служащего о расходах	(Дата выплаты сотрудникам) – (Дата получения отчета о расходах)
Среднее время выписки счетов	(Сумма дат счетов) – (Сумма дат отгрузки) / Количество выписанных счетов
Процент безнадежных долгов	Общая балансовая сумма безнадежных долгов / Совокупная непогашенная дебиторская задолженность
	Общая балансовая сумма безнадежных долгов / Совокупный объем продаж в кредит
Процент использования базы заимствования	Объем непогашенных долгов / (Дебиторская задолженность × Допустимый процент + + Запасы × Допустимый процент)
Процент брокерской комиссии	Сумма комиссионных банка/брокера за трансакции / Совокупные вложенные средства
	Сумма комиссионных банка/брокера за трансакции / Количество трансакций, обработанных банком/брокером
Стоимость кредита	Скидка % / (100 – Скидка %) × (360 / Общее количество разрешенных дней платежа – Срок действия скидки))
Норма дохода на вложенные средства	Полученные проценты + + Рост рыночной стоимости ценных бумаг / Совокупные вложенные средства
Эффективность внутреннего аудита	Количество проведенных внутренних аудиторских проверок / Количество запланированных внутренних аудиторских проверок
Отношение сэкономленных внутренним аудитом средств к затратам на внутренний аудит (в процентах)	Экономия, рекомендованная внутренним аудитом / Затраты на внутренний аудит
Плата за расчет заработной платы одного сотрудника	Общая сумма оплаты внешнему исполнителю за расчет заработной платы / Общее число сотрудников, для которых рассчитывается заработная плата

Название	Формула
Процент выдаваемых денег в дату заявки	Денежная сумма заявок на выдачу денег в дату заявки / Общая сумма денежных поступлений в дату заявки
Процент дебиторской задолженности старше XX дней	Сумма дебиторской задолженности старше XX дней / Общая сумма дебиторской задолженности
Доля полученных денег в общей сумме задолженности, переданной агентству по взысканию долга	Денежные средства, полученные от агентства по взысканию долга / Совокупная дебиторская задолженность, взыскание которой поручено агентству
Процент скидок с платежей, которыми не воспользовались	Количество скидок с платежей, которыми не воспользовались / Общее количество предоставленных скидок с платежей
Процент несвоевременно поданных налоговых деклараций	Общее количество несвоевременно поданных налоговых деклараций / Общее количество поданных налоговых деклараций
Процент товаров, оцененных до выпуска	Количество товаров, оцененных до выпуска / Общее количество произведенных товаров
Отношение числа использованных скидок на покупки к общему количеству скидок	Общее число использованных скидок на покупку / Общая сумма закупок
Время подготовки финансового отчета	Дата подачи финансового отчета – Первый день месяца
Процент ошибок при обработке трансакций	Количество ошибок / Общее число обработанных трансакций
Количество обработанных трансакций на одного работника	Общее число обработанных трансакций / Количество эквивалентов работников на полной ставке, необходимых для выполнения трансакций