

9

Управление денежными средствами и ликвидными ценными бумагами

Содержание

- **Мотивы владения денежными средствами**
- **Ускорение взыскания денежных средств**
Концентрация банковских операций
- **Замедление денежных платежей**
Игра на чековом флоуте
Контроль за выплатой денежных сумм
Удаленные и управляемые платежи
- **Электронная коммерция**
Электронный обмен информацией
Расчет затрат и результатов при электронном обмене информацией
- **Привлечение субподрядчиков**
- **Регулирование кассовых остатков**
Компенсационные остатки и плата за услуги банка
- **Инвестирование денежных средств в рыночные ценные бумаги**
Портфель рыночных ценных бумаг: три сегмента
Учет переменных факторов при подборе рыночных ценных бумаг

Распространенные инструменты денежного рынка
Формирование инвестиционного портфеля с помощью рыночных ценных бумаг

- **Резюме**
- **Вопросы**
- **Задачи для самопроверки**
- **Задачи**
- **Решения задач для самопроверки**
- **Рекомендуемая литература**

Цели

После изучения материала главы 9 вы должны уметь:

- перечислить и объяснить мотивы хранения компаниями наличных денежных средств;
- понимать важность эффективного управления денежными средствами;
- описать методы ускорения получения дебиторской задолженности и методы контроля денежных расходов;
- пояснить разницу между дистанционным и контролируемым расходом денежных средств и обсудить этические проблемы, связанные с использованием этих двух методов;
- обсудить, каким образом электронный обмен данными (EDI) и использование сторонних источников связаны с получением и расходом денежных средств компании;
- указать важнейшие переменные, которые следует анализировать перед покупкой каких-либо ликвидных ценных бумаг;
- дать определение самых распространенных инструментов денежного рынка, которыми может пользоваться менеджер портфеля ликвидных ценных бумаг в ходе инвестиций;
- описать три сегмента портфеля ликвидных ценных бумаг и указать, какие из ценных бумаг (и почему) лучше всего подходят для каждого такого сегмента.

В предыдущей главе мы рассмотрели вопросы обеспечения оптимального уровня оборотных активов предприятия. Исследуя взаимозависимость между рентабельностью и риском, мы смогли в общих чертах определить надлежащий уровень текущих активов, которые фирма должна иметь в своем распоряжении. Определив их общий уровень, следует решить ряд других вопросов. Сколько должно быть денежных средств? Какая сумма должна быть вложена в ликвидные ценные бумаги? В этой главе мы получим ответы на эти вопросы. Мы также узнаем, как повысить эффективность управления денежными средствами и как инвестировать их в рыночные ценные бумаги.

Мотивы владения денежными средствами

Джон Мейнард Кейнс выдвинул три причины, по которым люди стремятся обладать деньгами¹. По мнению Кейнса, эти мотивы называются так: операционный, спекулятивный и предупредительный. Абстрагируясь от того, что в данном примере речь шла о частных лицах, воспользуемся этими тремя категориями для определения мотивов, побуждающих предприятия быть владельцами денежных средств.

- *Операционный мотив* (transactions motive): выполнение возникающих в процессе коммерческой деятельности обязательств по платежам, касающихся, например, покупок, заработной платы, налогов, дивидендов и пр.
- *Спекулятивный мотив* (speculative motive): выгодное использование быстротечных возможностей, например при резком падении цен на сырье.
- *Предупредительный мотив* (precautionary motive): что-то вроде “подушки безопасности” на случай неожиданно возникающих потребностей в денежных средствах. Чем увереннее прогноз входящих и исходящих денежных средств предприятия, тем меньше их ему необходимо иметь на счету из соображений предосторожности. Свободный доступ к получению ссуд для экстренного пополнения истощенных денежных ресурсов также снижает необходимость в кассовых остатках для подобных целей.

Следует подчеркнуть, что не все потребности предприятия в денежных средствах обеспечиваются исключительно за счет средств на его счетах. Фактически часть этих потребностей может удовлетворяться приобретением ликвидных ценных бумаг — активов, почти эквивалентных деньгам. В большинстве случаев предприятия не хранят денежные средства для спекулятивных

¹ *John Maynard Keynes, The General Theory of Employment, Interest, and Money. (New York: Harcourt Brace Janovich, 1936), p. 170–174.*

целей. Следовательно, мы сосредоточим внимание на операционных и предупредительных мотивах фирмы, так как именно с ними связано удовлетворение потребностей предприятия с помощью денег и ликвидных ценных бумаг.

Управление денежными средствами включает их эффективный сбор (взыскание), платежи и краткосрочное инвестирование. Ответственность за систему управления денежными средствами, как правило, возлагается на финансовый отдел компании. Кассовый план, играющий важную роль в этом процессе (см. главу 7), определяет, какое количество денежных средств может иметься в наличии, когда они поступят в наше распоряжение, и на какой срок. Таким образом, он служит основой для составления прогнозов денежных средств и контроля за их движением. В дополнение к кассовому плану фирме необходимо систематически получать информацию о движении денежных средств и иметь определенную систему контроля (рис. 9.1).



* Оперативный обмен информацией способствует увеличению прибыли предприятия за счет качественного управления сбором денежных средств, платежами, кассовыми остатками и инвестициями в ликвидные ценные бумаги.

Рис. 9.1. Система управления денежными средствами

На крупных предприятиях такая информация, как правило, отслеживается с помощью компьютера. Отчеты об остатках на всех банковских счетах компании, о выплатах денежных сумм, о средненежных остатках, о положении фирмы на рынке ликвидных (рыночных) ценных бумаг, а также подробные отчеты об изменениях этого положения требуются практически ежедневно. Полезно также иметь информацию о поступлениях и расходах денег. Все эти

сведения крайне важны для эффективного управления денежными средствами, т.е. для такого управления, которое своевременно обеспечит гарантированное наличие денежных средств и соответствующий доход от их краткосрочного инвестирования.

Ускорение взыскания денежных средств

Различные методы взыскания и выплат денег, применяемые фирмой для повышения эффективности управления денежными средствами, представляют собой две стороны медали. Вместе взятые они повышают коэффициент полезного действия управления денежными средствами. В принципе, все сводится к тому, что *ускорение сбора денежных сумм и з-а-м-е-д-л-е-н-и-е их выплат идет на пользу компании*. Фирма стремится ускорить получение сумм по счетам дебиторов, чтобы как можно скорее получить деньги в свое распоряжение. И наоборот, она стремится оттянуть расчеты с кредиторами, насколько позволяет политика поддержания кредитного доверия поставщиков, чтобы извлечь максимальную пользу из тех денежных средств, которые на данный момент имеются в наличии. Большинство относительно крупных современных предприятий использует сложные приемы ускорения сбора денежных сумм и жесткого контроля за их выплатами. Давайте посмотрим, как они это делают.

Взыскание денежных средств

Прежде всего выясним, за счет чего достигается ускорение взыскания денежных средств, включая меры, которые принимает фирма с момента продажи продукта или услуги вплоть до сбора чеков и превращения их в доступные для предприятия денежные средства. Существует несколько способов ускорения процесса сбора денежных средств, которые можно применять по отдельности или в комплексе: 1) ускорить подготовку и пересылку **счета-фактуры** (invoice); 2) ускорить пересылку платежных документов от клиентов к фирме; 3) сократить время, в течение которого полученные платежи остаются неинкассированными фондами.

Счет-фактура (invoice)

Документ, подготовленный продавцом и переданный покупателю. Содержит перечень приобретенных товаров или услуг, их цену и условия продажи.

Инкассовый флоут. Второй и третий пункты вышеуказанного перечня вместе представляют *инкассовый флоут* (collection float) — суммарное время с момента отправки по почте чека до того момента, когда денежные средства поступают в распоряжение фирмы-адресата (рис. 9.2). Второй пункт, сам по себе, относится к *почтовому флоуту* (mail float), иначе говоря, ко времени почтовой пересылки чека. Третий пункт, представляющий *депозитный флоут* (deposit float), имеет два этапа. Первый этап, *флоут обработки* (processing float), — это время, необходимое фирме для внутренней обработки чеков покупателей. Этот период продолжается с момента получения чека до его сдачи в банк для зачисления на счет предприятия. Второй этап депозитного флоута, *клиринговый флоут* (availability float), — время, в течение которого происходит

инкассация и оплата чека через банковскую систему. Чек превращается в доступные предприятию денежные средства, когда он предъявляется банку плательщика и фактически оплачивается этим банком. В США чтобы упростить механизм отражения средств в кредите счета, Федеральная резервная система (Federal Reserve System — FRS) утвердила таблицу, регламентирующую доступность средств по чекам, депонированным на счета этого банка. Данная таблица составлена на основе усредненного времени, необходимого для того, чтобы чек, депонированный на счет одного из федеральных резервных банков, мог превратиться в доступные денежные средства для использования клиентом в конкретном регионе страны. Для счетов предприятий максимальный срок, на который производится отсрочка зачисления средств, составляет два дня. Это означает, что даже в том случае, когда инкассация чека через федеральную резервную систему фактически занимает более двух дней, денежные средства своевременно отражаются в кредите счета получателя, потому что федеральная система принимает на себя остаток флоута.



Рис. 9.2. Хронологическое представление инкассового флоута и его составляющих

Инкассовый флоут важен для финансового руководителя ввиду того, что компании, как правило, приходится выжидать, пока чек, отправленный покупателем, не пройдет через банковскую систему и не превратится в конце концов в деньги, которыми компания может распоряжаться. Суть этого “состязания” заключается в том, чтобы скорее превратить отправленный по почте чек в доступные денежные средства, поэтому финансовый директор стремится максимально сократить инкассовый флоут. Далее мы исследуем разнообразные способы ускорения сбора платежей, для того чтобы увеличить объем доступных денежных средств.

Оперативность выставления счетов. Совершенно очевидный способ ускорить получение денежных средств от дебиторов, который частенько упускается из виду, заключается в оперативной выписке счетов и передаче их клиентам. Последние далеко не одинаково подходят к осуществлению платежей. Некоторые из них оплачивают свои счета в период действия тарифных скидок или в день истечения срока платежа (а иногда и позднее), в то время как другие платят сразу по получении счета-фактуры. Как бы то ни было, ускоренная подготовка и отправка счетов приводят к более быстрому осуществлению платежей уже по той причине, что счета быстрее попадают к покупателям и имеют более ранние даты скидок и истечения сроков платежа. Для достижения этой цели можно компьютеризировать выписку счетов. Кроме того, некоторые компании находят полезным прилагать счета к сопроводительным документам при отправке груза, передавать счета по факсу и даже запрашивать авансовый платеж.

Прибегая к заранее **согласованному дебитованию** (preauthorized debit), можно целиком исключить этап, связанный с выпиской и обработкой счетов. Клиент заключает соглашение с фирмой, которое позволяет последней в указанные дни производить автоматическое дебитование банковского счета клиента или переводить денежные средства из банка клиента в банк фирмы. Именно так зачастую осуществляются платежи по ипотеке и страховым полисам, поскольку и те, и другие связаны с периодическими выплатами фиксированных сумм.

Согласованное дебитование (preauthorized debit)

Перевод денежных сумм в указанный срок с банковского счета плательщика на банковский счет получателя; перевод инициируется получателем при наличии предварительно выданного разрешения со стороны плательщика.

Система арендованных почтовых ящиков. Арендванный почтовый ящик (lockbox) является важнейшим в Соединенных Штатах Америки средством ускорения инкассации денежных переводов. Компания арендует почтовый ящик в ближайшем почтовом отделении и уполномочивает свой банк производить выемку денежных переводов. При выписке счета клиентам дается указание отправлять денежные переводы по адресу этого ящика. Несколько раз в день банк производит выемку корреспонденции и депонирует чеки непосредственно на счет фирмы. Происходят регистрация чеков и их клиринг для превращения в денежные средства. Фирма получает соответствующее уведомление о поступлении чеков, а также перечень принятых платежей и все материалы, изъятые из почтового ящика. Документы на перевод денежных средств зачастую сканируют и сохраняют в виде графических файлов, которые затем пересылают по электронной почте или передают на компакт-диске. Преимущество этой системы заключается в том, что чеки депонируются до, а не после обработки и бухгалтерского учета. Одним словом, аренда почтовых ящиков устраняет *флоут обработки*. Современный уровень технического развития обеспечивает еще большие преимущества пользователям арендованных почтовых ящиков, ввиду усовершенствования механизмов ввода данных и автоматизации информационных потоков.

Арендванный почтовый ящик (lockbox)

Почтовый ящик на почте, обслуживаемый банком клиента, в который на имя данного клиента поступают переводы денежных средств. *Почтовые ящики, арендованные для торгово-розничных операций,* обслуживают большое количество переводов мелких и средних сумм, тогда как *почтовые ящики, арендуемые для обслуживания оптовых сделок,* предназначены для небольшого объема переводов крупных денежных сумм.

Многие предприятия имеют множество точек сбора денежных средств в виде сети арендованных почтовых ящиков. Такая сеть позволяет сократить почтовый и клиринговый флот, так как почтовые ящики арендуются вблизи рассылочных пунктов клиентов. Система арендованных почтовых ящиков обычно строится на региональной основе, когда компания подбирает региональные банки в соответствии со своими принципами работы со счетами. Перед определением рабочих регионов и количества точек сбора проводится анализ экономической целесообразности альтернативного плана с точки зрения поступления чеков для депонирования. В большинстве случаев лучшими точками сбора денежных средств являются города, расположенные на пересечении воздушно-транспортных магистралей, так как большая часть корреспонденции отправляется авиапочтой.

Отметим еще раз: главное преимущество системы арендованных почтовых ящиков заключается в том, что чеки быстрее поступают в банк и быстрее зачисляются на счет фирмы, чем если бы до депонирования в банке их пропускали через бухгалтерию предприятия. Главный недостаток арендованных почтовых ящиков — связанные с ними затраты. Поскольку, помимо обычных клиринговых операций, банк предоставляет ряд дополнительных услуг, он требует за них компенсацию. Предприятию будет невыгодно арендовать почтовые ящики, если объем его денежных переводов невелик, потому что затраты в данном случае почти прямо пропорциональны количеству депонируемых чеков. Отметим, что сейчас банки могут предоставить своим клиентам возможность пользоваться услугами так называемых электронных почтовых ящиков (electronic lockbox).

Новая технология обработки платежных документов

Появление новых технологий избавляет нас от необходимости ворошить горы бумаг, позволяя все быстрее получать все большие объемы все более качественной информации.

Обработка счетов с помощью арендованных почтовых ящиков переживает этап технологической революции. Финансовые руководители уже наблюдают значительные улучшения. Еще более значительные улучшения ожидают нас в будущем. Технологии распознавания изображений избавляют нас от необходимости ворошить горы бумаг (чеков, почтовых конвертов и множества других платежных документов) и ускоряют обработку этих важных источников платежной информации. Некоторые ведущие банки уже завершили переход к технологии распознавания изображений на начальном этапе (first-pass imaging). Они выполняют сканирование каждого бумажного документа в тот момент, когда он попадает в почтовый ящик. После этого каждый, кто выполняет какую-либо обработку, работает с изображением соответствующего документа на экране компьютера, а не с его “твердой копией”. Сотрудники начинают свою работу гораздо раньше и выполняют ее гораздо быстрее.

Кроме того, экономичные способы использования технологий интеллектуального распознавания символов (*intelligent character recognition — ICR*) означают, что все большие объемы платежной информации, предоставляемой корпорациями своим банкам, “считываются” соответствующими компьютерными программами, а не набираются вручную человеком-оператором. Банки, использующие ICR, передают все более точную информацию о денежных поступлениях и делают это гораздо быстрее, чем прежде.

В перспективе банки надеются заменить узкоспециализированную обработку счетов с помощью технологии арендованных почтовых ящиков на более широкие услуги, связанные с обработкой документов о дебиторской задолженности. Управление денежными средствами будет меняться постоянно.

Это можно увидеть прямо сейчас

Одна лишь возможность архивирования сделала бы технологии распознавания изображений чрезвычайно полезным новшеством. Чтобы просмотреть какой-либо документ в электронном виде, требуется нажать две-три клавиши. На все это уходит всего несколько секунд. Это намного лучше, чем целыми днями ждать поставки ящиков со склада. Но архивы — это лишь побочный продукт. Главными достоинствами использования банками компьютерных программ распознавания изображений являются:

- *экономию времени.* Компании могут просматривать интересующие их изображения на Web-сайте своего банка буквально через пару часов после поступления соответствующих документов в этот банк; им не приходится ждать доставки целые сутки (и даже дольше);
- *удобство доступа.* Каждый, кому необходимы данные, может увидеть соответствующие изображения на экране своего компьютера; менеджерам, которые занимаются управлением денежными средствами, уже не приходится обращаться в банк от имени своих коллег в кредитном отделе;
- *высокая эффективность.* С документами могут работать несколько служащих одновременно.

Источник. Richard H. Gamble, “A New Chapter in Lockbox Technology”, *Business Finance* (March 2003), p. 35–38.(www.bfmag.com). © 2003 Penton Media, Inc. Используется с разрешения. Все права защищены.

Самый лучший способ проверить целесообразность использования арендованных почтовых ящиков — сравнить увеличение затрат на внедрение более эффективной системы с величиной предельного дохода, получаемого за счет ускоренного сбора денежных средств. Система считается рентабельной, если доход превышает затраты; в противном случае не стоит за нее и браться. Степень рентабельности в первую очередь зависит от географического рассредоточения клиентов, объемов регулярных денежных переводов и нормы прибыли на высвобожденные денежные средства.

Ускоренное получение денежных средств по счетам дебиторов с помощью системы оптового обслуживания арендованных почтовых ящиков

“Первая теннессийская”

В любом коммерческом деле быстрое получение денежных средств по счетам дебиторов имеет большое значение. “Первая теннессийская” система оптового обслуживания арендованных почтовых ящиков достигает этой цели рентабельным способом за счет сокращения почтового флота и ускоренного инкассирования чеков.

Предоставляя предприятиям возможность быстро и эффективно производить сбор денежных средств, наша система оптового обслуживания арендованных почтовых ящиков ускоряет процесс обработки счетов дебиторов. В почтовом отделении отведен специальный индекс для клиентов, использующих арендованные ящики, и выемка корреспонденции производится через каждые два часа, существенно сокращая, таким образом, почтовый флуот. Кроме того, мы заключили особое соглашение с *Federal Express*, позволяющее производить инкассирование чеков быстрее, чем это делает большинство банков в стране.

По тем компаниям, которые могут получать электронные сообщения, информация, содержащаяся в счетах-фактурах, вводится в компьютерную систему “Первой теннессийской” и передается адресату в тот же день. Этот вариант особенно полезен тем компаниям, которым необходимо иметь оперативную информацию по счетам-фактурам до отгрузки товара или производить корректировку размеров кредита.

“Процедура достаточно проста, — рассказывает специалист по управлению денежными средствами “Первой теннессийской”. — Наши клиенты отсылают денежные переводы по адресу арендованного почтового ящика, которому присвоен специальный индекс “Первой теннессийской”. Мы производим выемку корреспонденции, вскрываем конверты, обрабатываем денежные переводы согласно указаниям фирм и депонируем чеки непосредственно на их банковские счета. В тот же день мы сообщаем предприятиям общую сумму депозита и направляем им вспомогательные данные для регистрации поступлений по счетам дебиторов в бухгалтерских книгах”.

Эта уникальная система управления совершенствует поступление доступных денежных средств, сокращает время их сбора, уменьшает кредитный риск, ускоряет поступление денежных средств по счетам кредиторов и устраняет необходимость внутренней обработки документации перед депонированием.

Источник. Перепечатано с разрешения *First Tennessee Business Review*, Vol. 9:2 (Spring 1999), p. 4. © Copyright 1999, First Tennessee Bank.

Концентрация банковских операций

Фирма, использующая сеть арендованных почтовых ящиков, чем-то похожа на фирму, которая имеет множество торговых точек, где расчеты производятся наличными деньгами. У обеих есть депозитные счета в ряде региональных банков. И для той, и для другой может быть выгодным перемещать часть депонируемых средств или все средства в один центральный банк, именуемый *банком-накопителем* (concentration bank). Такой процесс **концентрации денежных средств** (cash concentration) призван решить следующие задачи.

- *Совершенствование контроля* за притоком и оттоком денежных средств предприятия. Суть такого подхода заключается в том, чтобы уложить все яйца (в данном случае — денежные средства) в одну корзинку, а затем присматривать за ней.
- *Уменьшение неиспользуемых остатков*, т.е. на депозитном балансе в региональных банках остается ровно столько денежных средств, сколько необходимо для операционных нужд (или, как вариант, для поддержания минимального **компенсационного остатка** (compensating balance)). Все, что выходит за рамки этих потребностей, переводится в банк-накопитель.

- *Повышение эффективности инвестиций.* Централизация неиспользуемых остатков дает возможность собрать более крупные суммы денежных средств для инвестирования в некоторые ценные бумаги с повышенной доходностью, по которым объявляется более высокая минимальная сумма покупки. Например, некоторые ликвидные ценные бумаги продаются блоками по 100 тыс. долл. и выше.

Концентрация денежных средств (cash concentration)

Движение денежных средств из арендованных почтовых ящиков или периферийных банков к центральному фонду накопления денежных средств фирмы, который размещается в банке-накопителе.

Компенсационный остаток (compensating balance)

Беспроцентный бессрочный вклад, размещаемый фирмой как компенсация банку за предоставляемые услуги, займы или открытие кредитных линий.

Услуги по переводу и концентрации денежных средств. Процесс концентрации зависит от своевременности денежных трансфертов между финансовыми учреждениями. Существует три основных способа перемещения денежных средств между банками: депозитарный трансфертный чек, чек на электронный платеж через автоматизированную расчетную палату и телеграфный перевод.

Механизм перевода денежных средств с помощью **депозитарных трансфертных чеков — ДТЧ** (depository transfer check — DTC) — основан на использовании выписанных на местный банк депозитарных трансфертных чеков, которые депонируются на единый счет фирмы в банке-накопителе. Однако денежные средства не становятся доступными непосредственно по получении ДТЧ, потому что их сбор еще только предстоит осуществить по установленным каналам. В настоящее время все больше компаний использует телефон для передачи информации о депонировании денежных средств своим банкам-накопителям, которые выписывают ДТЧ и депонируют денежные средства на счет компании. Естественно, любые сбережения, возникающие в результате использования ДТЧ, следует соизмерять с затратами на применение этого механизма.

Депозитарный трансфертный чек (ДТЧ) (depository transfer check — DTC)

Необращающийся чек, депонируемый на единый счет фирмы в банке-накопителе.

Одним из альтернативных вариантов является электронный платеж через **автоматизированную расчетную палату — АРП** (automated clearinghouse — АСН). Это электронная версия депозитарного трансфертного чека, который используется в банках — членах автоматизированной расчетной палаты. Переведенные денежные средства становятся доступными через один рабочий день. В последнее время электронные платежи через АРП, ввиду незначительности связанных с ними затрат, стали вытеснять отправляемые по почте депозитарные трансфертные чеки.

**Электронный платеж через автоматизированную расчетную палату (АРП)
(automated clearing-house (ACH) electronic transfer)**

Это, по сути, электронная версия депозитарного трансфертного чека.

Платежный чек — по почте

Слухи о “кончине” чека сильно преувеличены. К счастью, новейшие изобретения в системах формирования изображения и далее позволяют управлять процессом обработки чеков.

Еще несколько десятилетий тому назад специалисты банковского дела впервые предсказали переход от бумажных чеков к операциям в электронном формате. Они немного опередили свое время. “К 1980 году наша страна должна была отказаться от чеков, — говорит Майк Томас, вице-президент и генеральный директор Управления платежных систем фирмы *Unisys Corp.* — Однако в мире по сей день ежегодно обрабатывается около 85 миллиардов чеков, и объем чековых операций ежегодно увеличивается на 3%”.

Чеки остаются в обиходе в силу ряда причин. Несмотря на то что многие потребители не рассчитываются наличными денежными средствами, а пользуются кредитными и дебетовыми карточками, при оплате счетов они по-прежнему полагаются на чеки: скорее всего, в силу привычки и нежелания отказываться от “флоута” — времени между выписыванием чека и его инкассированием. “Кроме того, — продолжает Томас, — практика деловых операций американских банков очень *чекоцентрична*, что значительно затрудняет отмену чековой системы. Учредив платежи за ведение счета, за нехватку денежных средств и тому подобное, банки превратили чеки в инструмент получения дохода. Фактически именно чековые счета являются тем ведущим продуктом, который чаще всего привлекает клиентов в банковское учреждение”.

Операционный центр крупного банка может ежедневно обрабатывать миллионы чеков. Во многих банках такой невероятный объем работы прodelывается с помощью систем формирования и обработки изображения, которые создают цифровое представление чеков — сканируя до 30 графических образов в секунду — и обрабатывают именно эту электронную информацию, а не сами чеки. Такие системы существенно сокращают время обработки чеков, позволяют операционным отделам эффективнее справляться с технологическим циклом и дают возможность клиентам воспользоваться преимуществами электронного обслуживания счетов.

Источник. Перепечатано из *Exes*, май 1999 г. Авторское право © 1999 *Unisys Corp.* Печатается с разрешения.

Самым быстрым способом перемещения денежных средств между банками является **телеграфный перевод** (wire transfer). Телеграфный перевод — это передаваемое по телефонной линии сообщение, согласно которому через записи в бухгалтерских книгах денежные средства с банковского счета плательщика снимаются и депонируются на соответствующий счет в банке получателя. Телеграфные переводы могут осуществляться посредством скоростной электронной связи Федеральной резервной системы (“Федуайер”) или по каналам частных телеграфных агентств. Денежные средства становятся доступными непосредственно по получении телеграфного перевода. В то время как обработка, пересылка и получение ДТЧ обходятся в 50 центов или что-то около того, плата за теле-

графный перевод колеблется в среднем в пределах 10 долл. Из-за связанных с телеграфными переводами высоких затрат к ним, как правило, прибегают для перемещения крупных денежных сумм или в тех случаях, когда скорость имеет существенное значение.

Телеграфный перевод (wire transfer)

Общепринятое обозначение электронного перевода денежных средств через систему двусторонней связи, например такую, как “Федуайер”.

Приготовьтесь к использованию безбумажной технологии осуществления платежей

Чтобы добиться успеха в будущем, компании должны перейти к использованию новых технологий осуществления платежей

Доллары, фунты стерлингов, сравнительно недавно появившиеся евро и даже бумажные чеки — все это до недавнего времени исправно служило нам. Однако все чаще на смену им приходят новые и технологически более совершенные варианты осуществления платежей, которые отличаются большей универсальностью и удобством в использовании.

В США, например, использование “бумажных” вариантов осуществления платежей, таких как чеки, сократилось с 81% от всех потребительских расходов в 1990 году до 61% в наши дни.

Прежде чем предаваться ностальгическим воспоминаниям в связи с использованием чеков и бумажных денег, важно не забывать, что свыше 50% сделок по-прежнему базируются на использовании бумажных технологий. Согласно данным Федерального резервного банка США, семь миллиардов чеков используются ежедневно в торговых точках, расположенных на всей территории Соединенных Штатов. Согласно отчету *Nilson*, общая сумма потребительских платежей в США в прошлом году составила 5500 млрд. долл., из которых 3400 млрд. осуществлялись в форме наличных денег или чеков. Таким образом, на долю других форм платежей приходится 2100 млрд. долл., из которых самым быстрорастущим сегментом являются дебетовые карточки.

Технологичность и удобство — основные движущие силы изменения природы платежей. Замена драгоценных металлов на бумажные деньги повысила эффективность проведения коммерческих сделок. Но в наши дни сами бумажные документы стали весьма дорогостоящим — и весьма неудобным — средством осуществления платежей. Не приходится сомневаться в том, что новые технологии смогут создать новые (безбумажные) способы осуществления платежей.

Рассмотрим следующий пример. Предварительно оплаченные, или хранимые “карточки стоимости” (stored value card), в настоящее время практически повсеместно принимаются в точках розничной торговли. Отправляя своего сына или дочь в школу, родители могут “загружать” такую хранимую карточку стоимости карманными деньгами. В некоторых компаниях вместо чеков на получение заработной платы в настоящее время используются так называемые “карточки заработной платы”, на которых хранится сумма месячной заработной платы работника. Снять наличные деньги с карточки заработной платы можно с помощью банкомата. Кроме того, карточки такого типа можно использовать как дебетовые карточки при совершении покупок в магазинах.

В качестве альтернативного варианта льготных чеков или бумажных ваучеров все чаще используются талоны на продукты питания или карточки государственных льгот. Методы осуществления расчетов между равными партнерами (peer-to-peer payment) — весьма удобный и экономичный способ осуществления платежей в режиме “онлайн” для малых компаний и Web-сайтов. Большая часть выручки от проведения Интернет-аукционов, таких как Ebay, поступает посредством именно таких методов оплаты в режиме “онлайн”.

Пользуются популярностью также периодические платежи и электронные системы представления и оплаты счетов (electronic bill presenting and payment — EBPP). Автоматизированные платежи за ежемесячно предоставляемые услуги (например, за посещение спортивных залов) или регулярные платежи (направляемые, например, на погашение ипотечного кредита) избавляют от необходимости каждый раз выписывать новые чеки. EBPP — это надежный метод оплаты счетов в режиме “онлайн”.

Тем временем на горизонте появляются новые, технологически более совершенные варианты осуществления платежей. Одна из компаний, занимающихся производством микросхем, разрабатывает технологию, которая может превратить ваш автомобиль “в дебетовую карточку на колесах”. Аналого-цифровой преобразователь, вмонтированный в ваш автомобиль, будет связан радиоканалами с аналогичными микросхемами, установленными в компаниях, что даст возможность автоматически оплачивать любые товары — от гамбургеров до бензина. Подобные системы (например, EZ Pass в США) уже сегодня используются для осуществления некоторых платежей.

Источник. Статья Ruth Ann Marshall, “Prepare for Paperless Payments”, 2002 © 2004 MasterCard International Incorporated. Все права защищены. Используется с разрешения.

Замедление денежных платежей

В то время как основной задачей управления денежными средствами является ускорение их сбора, другая задача заключается в максимально возможном замедлении платежей. Сочетание оперативного инкассирования с замедленными платежами ведет к увеличению доступных денежных средств.

Игра на чековом флоуте

Сумма денежных средств, которая выводится по бухгалтерским книгам фирмы, в редких случаях соответствует сумме доступных денежных средств на банковском счете. Фактически сумма доступных денежных средств на банковском счете фирмы, как правило, превышает показатель по данным бухгалтерского учета. Разница между остатком денежных средств на банковском счете и тем значением, что следует из бухгалтерских данных, называется **чистым флоутом** (net float), иногда просто *флоутом* (float). Чистый флоут — это результат отсрочки платежа, измеряемой с момента выписки чеков до их инкассации банком. Велика вероятность того, что компания может иметь отрицательный денежный баланс по данным бухучета при положительном банковском балансе в силу того, что часть выписанных чеков еще может оставаться неинкассированными. Точная оценка размера чистого флоута позволяет уменьшить остаток денежных средств на банковском счете и инвестировать их для получения прибыли. Среди финансовых директоров компаний такая деятельность получила название “Игра на чековом флоуте”.

Чистый флоут (net float)

Денежная разница между остатком денежных средств на чековой книжке фирмы или частного лица и их остатком на банковском счете.

Контроль за выплатой денежных сумм

Существенное значение для эффективного управления денежными средствами имеет организация контроля за выплатой денежных сумм, способствующего замедлению оттока денежных средств и минимизации времени, в течение которого денежные депозиты не участвуют в обороте. Компания, работающая со многими банками, должна обладать способностью быстро перемещать средства в те банки, из которых осуществляются платежи, чтобы предотвратить избыточное накопление денежных средств в каком-то конкретном банке. Суть в том, чтобы иметь адекватные денежные суммы в различных банках и не допустить формирования избыточных остатков. Для этой цели необходимо ежедневно получать информацию об инкассировании денежных средств; тогда можно будет переводить избыточные суммы в платежный банк либо для оплаты счетов, либо для инвестирования в ликвидные ценные бумаги. Многие компании разработали сложные компьютеризованные системы для сбора необходимой информации и автоматического перевода избыточных денежных остатков. Вместо разработки такой системы собственными силами фирма может воспользоваться профессиональной помощью другой компании, предоставляющей услуги по обеспечению вышеуказанных функций.

Одним из способов жесткого контроля за выплатой денежных сумм является централизация всей кредиторской задолженности на едином счете (или на нескольких счетах), скорее всего, при головном офисе компании. Такой подход позволяет осуществлять платежи именно в тот момент, когда это наиболее целесообразно. При этом механизм осуществления платежей должен быть разработан очень тщательно. В случае использования системы скидок по кредиторской задолженности фирма должна производить платеж в конце дисконтного периода². Если же фирма не пользуется скидками за ранний платеж, то его следует производить лишь в последний день указанного срока, чтобы извлечь максимальную пользу из имеющихся в наличии денежных средств. (В главе 11 мы более подробно остановимся на целесообразности использования скидок для осуществления своевременных платежей.)

Оплата переводным векселем. Оплата переводным векселем (Payable Through Draft — PTD) является средством отсрочки платежа. В отличие от обычного чека переводной вексель не оплачивается по предъявлении. Когда он подается в банк эмитента для инкассации, банк предъявляет его эмитенту для акцепта. Затем фирма, выписавшая вексель, депонирует денежные средства для его покрытия. Преимущество работы с переводными векселями состоит в том, что они оттягивают наступление того момента, когда фирма должна фактически иметь денежные средства на депозите для платежей по этим век-

² Сразу после того, как кредитор отправит чек почтой, счет считается оплаченным. «Правило почтового ящика», действующее с 1818 года, определяет, что погашенная почтовая марка на конверте свидетельствует о дате платежа.

селям. Следовательно, это дает возможность предприятию не держать больших остатков на банковских счетах. Недостаток вексельной системы заключается в том, что некоторые поставщики предпочитают работать с чеками. К тому же и банки не хотят иметь дела с переводными векселями, так как они зачастую требуют индивидуального внимания оператора. Из-за этого банки, как правило, взимают более высокую плату за услуги по обработке переводных векселей, чем за услуги по обработке чеков.

Оплата переводным векселем (payable through draft — PTD)

Использование платежного инструмента, похожего на чек, который в отличие от последнего выписывается на имя плательщика, а не на имя банка. После того как переводной вексель подается в банк, плательщик должен решить, принимать его к оплате или нет.

Выплата заработной платы и дивидендов. Многие компании имеют отдельный счет для выплаты заработной платы. Для того чтобы свести к минимуму остатки на этом счете, фирма должна прогнозировать сроки предъявления к оплате чеков, выданных своим работникам. Если день выдачи заработной платы приходится на пятницу, то не все чеки будут предъявлены к оплате в этот же день. Следовательно, предприятию нет необходимости иметь денежные средства на депозите для покрытия общей суммы заработной платы. Даже в понедельник некоторые чеки не будут предъявлены к оплате из-за задержек в их депонировании. Исходя из собственного опыта фирма должна составить усредненную схему предъявления чеков к оплате. Пример такой схемы показан на рис. 9.3. Обладая данной информацией, фирма может дать приближенную оценку суммы денежных средств, которые следует иметь на депозите для покрытия чекового фонда заработной платы. Подобно ситуации с заработной платой, многие предприятия также учреждают отдельный счет для выплаты дивидендов. И в этом случае смысл заключается в том, чтобы спрогнозировать сроки предъявления к оплате чеков, выданных под выплату дивидендов, и свести к минимуму остатки денежных средств на этом счете.

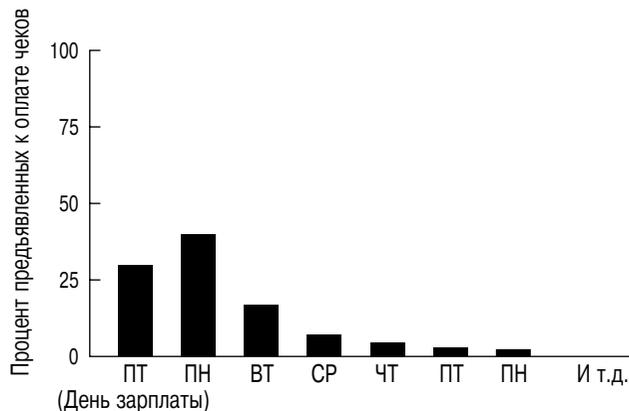


Рис. 9.3. Процент инкассации чеков заработной платы

Счет с нулевым остатком. Система **счетов с нулевым остатком** (zero balance account — ZBA), практикуемая многими крупными банками, устраняет необходимость составлять точные прогнозы и обеспечивать денежными средствами каждый счет, предназначенный для осуществления платежей. При такой системе один основной расчетный счет обслуживает все вспомогательные. Когда в конце дня производится клиринг чеков, банк автоматически переводит с основного счета на каждый отдельный счет необходимую денежную сумму (т.е. на счет для выдачи зарплаты, счет для платежей кредиторам и т.д.), точно соответствующую сумме предъявленных к оплате чеков³. Таким образом, на всех счетах, кроме основного, ежедневно поддерживается нулевой остаток. Кроме того, что система счетов с нулевым остатком позволяет улучшить контроль за выплатой денежных средств, устраняя неиспользуемые остатки на всех вспомогательных счетах, управляющему денежными средствами необходимо прогнозировать вероятные сроки депонирования чеков, чтобы на основном счете имелось достаточно денежных средств для обслуживания вспомогательных расчетных счетов. Но по закону больших чисел, многократно повторяющимся ошибкам свойственно аннулировать друг друга, что дает возможность в максимальном приближении оценить сумму денежных средств, которую следует держать на основном счете.

Счет с нулевым остатком (zero balance account — ZBA)

Счет предприятия, на котором поддерживается нулевой баланс. Такой счет требует наличия основного (материнского) счета, с которого переводятся денежные средства для компенсации отрицательного баланса и на который направляются свободные остатки.

Удаленные и управляемые платежи

Воспользовавшись несовершенством технологии клиринга чеков в Федеральной резервной системе и определенных коммерческих банках, а также несовершенством почтовой службы, фирма может максимально увеличить время, в течение которого выписанные ею чеки остаются неоплаченными. Предлагались самые различные модели максимизации **платежного флоута** (disbursement float), основанные на выборе оптимальных с географической точки зрения платежных банков. Данная идея заключается в таком подборе платежных банков, на имя которых выписываются чеки, который позволяет максимально увеличить время между выпиской чека и его депонированием. Фирма, прибегающая к **удаленным платежам** (remote disbursement), могла бы, например, отправить поставщику из штата Мэн чек, выписанный на имя банка в г. Гелена, штат Монтана.

Платежный флоут (disbursement float)

Суммарное время с того момента, как фирма отправляет чек по почте, до момента снятия денежных средств с чекового счета фирмы.

³ Как вариант, счета с нулевым остатком в одном или нескольких банках могут пополняться посредством телеграфных переводов с центрального счета в другом банке (зачастую — в банке-накопителе).

Удаленный платеж (remote disbursement)

Система, при которой фирма выписывает чеки на имя банка, географически удаленного от своего клиента, с тем чтобы максимально отсрочить выплату денежных средств по данному чеку.

Максимизировав платежный флоут, фирма может уменьшить сумму имеющихся на счете денежных средств и использовать эти свободные средства для получения прибыли. Тем не менее там, где одна фирма находит, другая теряет. Увеличение платежного флоута означает, что денежные средства поступят в распоряжение поставщиков гораздо позже, чем без применения такой тактики. Отношения с поставщиками могут ухудшиться ровно настолько, насколько их задевает такая практика отсрочки платежей.

Второго мая 1985 года фирма *E.F.Hutton*, пятая по величине брокерская фирма того времени, признала себя виновной в совершении двух тысяч преступлений, связанных с мошенничеством посредством электронных и почтовых средств коммуникации. Фирма *Hutton* практиковала использование “экстремальных” флоутов — во многих случаях ведущих к отложенным платежам. Этот суд заставил многие фирмы пересмотреть свои приемы управления денежными средствами. Во многих случаях такие пересмотры закончились формализацией политики управления денежными средствами и принятием этического кодекса. В некоторых случаях практика отложенных платежей квалифицировалась как неэтичная, в том смысле, что она представляет собой прием управления денежными средствами, изначально созданный для затягивания естественного процесса депонирования чеков.

Другой способ платежа, связанный с отсрочкой, но не вызывающий отрицательных ассоциаций, называется **управляемым платежом** (controlled disbursement). При этом также могут использоваться маленькие периферийные банки (или отделения больших банков). Однако главная причина выбора именно этих банков для платежа заключается в том, что основная масса чеков доставляется туда из Федерального резервного банка утренней почтой, а количество чеков, поступающих на протяжении дня, — минимальное. Этот факт позволяет предприятию составлять более точные ежедневные прогнозы о выплатах денежных сумм.

Управляемый платеж (controlled disbursement)

Система, при которой фирма выписывает чеки на имя банка (или отделения банка), который может в начале дня или до обеда присылать извещение об общей денежной сумме чеков, которые будут предъявлены в этот день для снятия денежных средств со счета фирмы.

Управление денежными средствами: мировой опыт

В разных странах используются разные системы осуществления платежей. Например, система с арендованными почтовыми ящиками, столь распространенная в Соединенных Штатах Америки, в других странах пользуется значительно меньшей популярностью. Организация такого рода систем в других странах, как правило, оказывается более дорогостоящей, чем в США. Однако когда “ящичные” сети получают большее развитие в Европе и Азии, соответствующие затраты должны снизиться. В настоящее время соотношение “затраты/выгоды” в странах Европы и Азии не столь благоприятно, как в Соединенных Штатах Америки.

Многие платежи в Европе осуществляются посредством почтовой клиринговой службы. В этом отношении *система жирорасчетов* (giro system) допускает возможность осуществления автоматических платежей посредством почтовой службы. Платательщик просит у этой службы перевести соответствующие денежные средства на счет их получателя; авизо посылаются обеим сторонам. Эта служба отделена от банковской системы.

Банковские чеки также используются для осуществления платежей, причем их использование постоянно расширяется. Однако для осуществления периодических платежей чаще всего используется система жирорасчетов. Платежи могут также выполняться посредством телеграфных переводов, обычно с однодневным запаздыванием в получении доступа к денежным средствам в случае использования местной валюты и с двухдневным запаздыванием в случае использования иностранной валюты.

В случае многонациональных компаний наличные деньги и ликвидные ценные бумаги могут храниться в нескольких валютах. Многие компании поддерживают ликвидность в той стране, где осуществляются инвестиции, или там, откуда поступает соответствующий товар. Позиция ликвидных ценных бумаг такой компании представляет собой часть более широкого управления валютным риском (более подробно этот вопрос обсуждается в главе 24).

Очень важно, чтобы финансовый менеджер учитывал большое количество различий в институциональных аспектах осуществления платежей в другие страны и инвестиций избыточных денежных средств. Мы коснулись лишь нескольких таких аспектов, однако процесс глобализации бизнеса и финансов диктует необходимость хорошего знания всех этих аспектов, если компания намеревается успешно конкурировать на международной арене.

Электронная коммерция

В настоящее время в Соединенных Штатах Америки большая часть деловой документации и расчетов оформляются на бумаге, а обмен корреспонденцией производится по почте. Альтернативу “бумажной” системе расчетов представляет **электронная коммерция** (electronic commerce — EC) — обмен деловой информацией в электронном режиме. На одном краю спектра электронной коммерции находится неструктурированный электронный обмен сообщениями, такими как факсимильная передача (факс) и электронная почта (E-mail). На другом — имеющий структурную определенность так называемый *электронный обмен информацией* (ЭОИ) (electronic data interchange — EDI). В этом разделе мы рассмотрим ЭОИ, в особенности его применение с целью сбора денежных средств и осуществления платежей.

Электронная коммерция (ЭК) (electronic commerce — EC)

Обмен деловой информацией в электронном (“безбумажном”) режиме, в том числе и через Интернет.

Электронный обмен информацией

Электронный обмен информацией (ЭОИ) (electronic data interchange — EDI) подразумевает передачу деловой информации (например, счетов-фактур, заказов на поставку и т.п.) в стандартном электронном формате. ЭОИ подразумевает

не только прямую передачу данных с компьютера на компьютер через электронные средства коммуникаций, но и физический обмен между предприятиями такими носителями информации, как кассеты, дискеты и компакт-диски.

Электронный обмен информацией (ЭОИ) (electronic data interchange — EDI)

Передача деловой информации в формализованном, электроннораспознаваемом формате.

Электронный трансферт денежных средств (электронный платеж — ЭП) (electronic funds transfer — EFT) представляет собой важный элемент ЭОИ. Отличительной чертой ЭП является то, что при этом происходит передача ценностей (денежных средств), когда депозитные учреждения (главным образом банки) отправляют и получают электронные платежи. Примером электронного трансферта денежных средств на внутреннем рынке являются платежи через автоматизированную расчетную палату (АРП) и телеграфные переводы. На мировом рынке под ЭП подразумевают приказы о переводах и переводы денежных средств через **межбанковскую электронную систему передачи информации и совершения платежей (“СВИФТ”)** (Society of Worldwide Interbank Financial Telecommunications — SWIFT) и **систему межбанковских электронных клиринговых расчетов (“ЧИПС”)** (Clearing-house Interbank Payments System — CHIPS).

Электронный платеж (ЭП) (electronic funds transfer — EFT)

Движение информации в электронном режиме между двумя депозитными учреждениями, результатом которого является перемещение ценностей (денежных средств).

Межбанковская электронная система передачи информации и совершения платежей (“СВИФТ”) (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication — SWIFT)

Крупная международная финансовая сеть телекоммуникаций, по которой передаются приказы о международных платежах, а также другие сообщения финансового характера.

Система межбанковских электронных клиринговых расчетов (“ЧИПС”) (Clearing House International Payments System — CHIPS)

Система автоматизированных расчетов, которая применяется главным образом для международных платежей. Британский вариант такой системы известен под названием “ЧЭПС” (CHAPS).

Резкое увеличение объема электронных платежей началось в Соединенных Штатах Америки в январе 1999 года в связи с принятием нового положения о том, чтобы все платежи, касающиеся федерального правительства, за исключением возврата налога и случаев освобождения от обязательных платежей, осуществлялись электронным способом. Прямое депонирование денежных сумм посредством электронных платежей должно гарантировать большую надежность, чем бумажные чеки, и быть более удобным.

Следующим важным элементом ЭОИ является **электронный обмен финансовой информацией (ЭОФИ) (financial EDI — FEDI)**. ЭОФИ подразумевает электронный обмен деловой информацией (неденежный трансферт) между фирмой и ее банком или между банками. Примером такого трансферта является передача информации, касающейся арендованных почтовых ящиков и сведений об остатках на банковских счетах.

Электронный обмен финансовой информацией (ЭОФИ) (Financial EDI — FEDI)

Движение связанной с финансовой деятельностью электронной информации между компанией и ее банком или между банками.

Даже у тех предприятий, которые освоили электронный обмен информацией и методы перевода денежных средств, многие операции, хотя бы частично, продолжают выполняться в бумажном формате. Например, фирма может целиком вести свою деловую деятельность с помощью электронного обмена информацией и при этом осуществлять некоторые платежи с помощью бумажных чеков. И наоборот, какая-то часть *обмена информацией* (data interchange) может производиться фирмой в бумажном режиме, в то время как все ее *платежи* (payments) проводятся через автоматизированную расчетную палату (АРП).

Электронные платежи

Компания *General Electric* всегда стремилась к “электронизации” своих платежей. Данные по компании *General Electric*, используемые в кейсе Gartner CS-13-4085 (май 2001 года), свидетельствуют о том, что примерно 70% обращений в ее отдел учета кредиторской задолженности поступали от ее же менеджеров, которым требовалось выяснить текущий статус платежей тех или иных поставщиков; еще 20% обращений поступали от самих поставщиков, которых интересовали те же вопросы. Кроме того, персонал *General Electric* тратил свыше 50% своего времени на проверку соответствия счетов-фактур заказам на покупку и квитанциям на отгрузку. Финансовые менеджеры *General Electric* понимали, что заменой бумажных чеков на электронные платежи можно добиться значительной экономии затрат. Лишь денежные скидки от поставщиков за своевременную оплату заказов обеспечивали компании годовую экономию порядка 2 млрд. долл.

Несмотря на то что *General Electric* наладила EDI-отношения (electronic data interchange — электронный обмен данными) с некоторыми из своих крупных поставщиков, руководители компании осознают, что они не могут требовать от своих средних и мелких поставщиков поддерживать дорогостоящую модель EDI. Поэтому они внедрили у себя систему электронного представления счетов-фактур (electronic invoice presentment — EIP), основанную на использовании World Wide Web, сообщив своим поставщикам, что *General Electric* будет производить оплату в 15-дневный срок в обмен на предоставление 1,5%-ной скидки, если счета-фактуры будут предоставляться в электронном виде с использованием системы электронного представления счетов-фактур (EIP) *General Electric*. Счета-фактуры, представленные в бумажном виде, будут оплачиваться в течение 60 дней. На протяжении шести месяцев свыше 15 тысяч поставщиков *General Electric* (которые составляют 45% всех ее поставщиков) перешли на использование системы электронного представления счетов-фактур (EIP). В течение того же периода *General Electric* сократила свои затраты на обработку кредиторской задолженности примерно на 12%.

Источник. Статья Suzanne Hurt, “Why Automate Payables and Receivables?” *Strategic Finance* (April 2003), p. 33–35. (www.strategicfinancemag.com). Защищено законом об охране авторских прав © 2003 IMA. Используется с разрешения.

Расчет затрат и результатов при электронном обмене информацией

Применение электронного обмена информацией в его различных проявлениях связывают со множеством извлекаемых из него преимуществ, проявляющихся, например, в том, что движение информации и осуществление платежей происходят быстрее и с большей надежностью. Это преимущество ведет, в свою очередь, к более точным прогнозам наличия денежных средств и совершенствованию управления ими. Выгода клиентов компании заключается в более быстром и надежном обслуживании. Кроме того, фирма может сократить затраты на почтовые отправления, бумагу и хранение документации.

Однако преимущества сопряжены с затратами. Передача электронной информации требует компьютерного оборудования и программного обеспечения. Фирма должна подготовить кадры для использования системы ЭОИ. К тому же затрачиваются время, деньги и силы на то, чтобы убедить поставщиков и клиентов вести дела с компанией в электронном режиме. Конечно, скорость, с которой осуществляются электронные платежи, устраняет *флоут* (float). Для некоторых же корпораций отказ от выгодного платежного флоута обходится слишком дорого.

Вопрос о приоритете прибыли, получаемой от системы электронного учета и платежей, перед связанными с этим затратами должен решаться индивидуально для каждой фирмы. Тем не менее, даже тем фирмам, которые перешли на электронную систему платежей, пожалуй, надо (из юридических, маркетинговых или иных соображений) еще какое-то время параллельно работать в двух режимах — электронном и «бумажном».

Электронная коммерция и Интернет в *Dell Computers*

Компания *Dell Computers* — ведущий в мире производитель компьютерных систем среди предприятий, напрямую продающих свой товар потребителю. Она не связана с оптово-розничными или посредническими фирмами. Это третья по величине и первая по темпам развития крупная мировая компания по производству компьютерных систем, реализующая свою продукцию в 42 странах мира, общий доход которой за последние четыре квартала составил 13,6 млрд. долл.

Собственная страничка в Интернете

Dell начала прямые продажи через Интернет в июле 1996 года. К ее Web-сайту, замыкающему на себе 42 сайта, каждый из которых ориентирован на конкретную страну, обращается 1,5 миллиона пользователей в неделю.

Сбор платежей

Dell предлагает множество способов расчета и финансирования для удовлетворения разнообразных потребностей своих клиентов, и все это можно согласовать и выполнить через Web-сайт.

Для обеспечения конфиденциальности и защиты информации, которую *Dell* получает через Интернет от своих клиентов, она кодирует все, что передается по Сети, и каждый раз, выходя на связь с клиентом, производит идентификацию подтверждением; фирма также использует надежные аппаратно-программные средства внутрисетевой защиты.

На своем Web-сайте *Dell* предлагает следующие формы платежа при размещении заказа через Интернет:

- коммерческая кредитная линия для постоянных клиентов;
- чеки, выписываемые на имя местных банков в каждой из 42 стран;
- выписываемые на местах в каждой из 42 стран кредитные и дебетовые карточки;
- безналичный денежный перевод через автоматизированную расчетную палату соответствующей страны;
- соглашения о персональном финансировании на период от 24 до 36 месяцев;
- предоставление техники в аренду на период от 2 до 5 лет.

Источник. Адаптировано по Дж. Ларджа “Купите в магазине *Dell*”, *Corporate Finance* (июль, 1998), р. 20 © Euromoney Publications plc, 1998. Печатается с разрешения. Все права защищены.

Привлечение субподрядчиков

В последнее время фирмы начали все больше внимания уделять ключевым направлениям своей деятельности — тем *ключевым профессиональным умениям* (core competences), которыми они обладают, с целью создавать и поддерживать преимущество перед конкурентами. Все остальные существенно важные, но не являющиеся ключевыми сферы бизнеса становятся основой для *привлечения субподрядчиков*, или *аутсорсинга* (outsourcing).

Что касается управления денежными средствами, то **привлечение субподрядчиков** (outsourcing) — перепоручение обычных “внутриведомственных” операций другой фирме — не является чем-то новым. Если в качестве примера привести арендованные почтовые ящики, то выяснится, что наряду с обслуживанием текущего банковского счета фирмы предоставление арендованных почтовых ящиков — одна из древнейших корпоративных услуг по управлению денежными средствами. Использование арендованных почтовых ящиков — всего лишь один пример привлечения субподрядчика для выполнения не ключевой, но очень важной части финансового процесса. Фактически все основные сферы управления денежными средствами — сбор денежных средств, осуществление платежей и инвестирование в ликвидные ценные бумаги — могут рассматриваться как объект для привлечения субподрядчика.

Привлечение субподрядчика, аутсорсинг (outsourcing)

Заключение субподрядных договоров на выполнение определенных работ с внешними фирмами, вместо того чтобы выполнять эти операции самостоятельно.

Привлечение субподрядчика дает потенциальную возможность сократить затраты предприятия. Для выполнения договорной коммерческой операции субподрядчик может воспользоваться эффектом масштаба, а также своим опытом работы в сфере узкой специализации. В результате фирма может получить необходимые услуги более высокого качества и с меньшими затратами, чем при выполнении этой работы за счет собственных ресурсов. Привлечение субподрядчиков может также высвободить время и кадры, давая возможность фирме сконцентрироваться на ключевых направлениях своего бизнеса. По этой причи-

не сокращение затрат, будучи важным аргументом при принятии решения о привлечении субподрядчиков, не является единственным. Действительно, когда недавно в Институте субподрядных работ (Outsourcing Institute) руководителей 30 больших и малых предприятий попросили перечислить причины, побуждающие их к привлечению субподрядчиков, то “сокращение операционных расходов и контроль за ними” было поставлено на первое место, “концентрация усилий на ключевых позициях” вышла на второе место, а получение “доступа к возможностям мирового уровня” — на третье.

Мы уже рассмотрели привлечение субподрядчиков к сбору денежных средств (пример с арендованными почтовыми ящиками). Растущий интерес предприятий к электронной коммерции способствует привлечению субподрядчиков именно в сфере платежей. Вероятнее всего, выполнение таких договорных операций мог бы взять на себя банк. Например, предприятие могло бы передать банку один-единственный файл в формате ЭОИ, содержащий все инструкции по платежам. После этого банк разделил бы платежи по типу (чек, АРП или телеграф) и провел бы их. Эта услуга была бы особо полезной для предприятия, осуществляющего международные платежи. Крупные банки мировых финансовых центров имеют технический опыт мультивалютного конвертирования и работы с соответствующими клиринговыми системами.

Когда не следует “заикливаться” на экономии затрат

Повышение эффективности, высвобождение ресурсов и сокращение времени вывода товара на рынок — вот лишь краткий перечень выгод, которых могут добиться организации в результате использования аутсорсинга.

Однако многие компании связывают все свои надежды на использование аутсорсинга лишь с одной возможной выгодой — экономией издержек. Этот наглядный пример узости мышления, по словам Пола Бивена, директора по рыночному управлению (системе глобального сбыта в компании *Unisys*), повышает вероятность неудачного результата в случае использования аутсорсинга.

Организации, которые “заикливаются” исключительно на экономии затрат, как правило, с готовностью прибегают к использованию аутсорсинга, которое, по мнению Пола Бивена, порождает две важные проблемы. Во-первых, отсутствует четкое определение отношений между организацией и используемой ею субподрядной организацией.

“Обычно организации не очень-то утруждают себя тем, чтобы обеспечить соответствие своей культуры и культуры субподрядной организации, услугами которой они решили воспользоваться, — говорит он. — Когда вы получаете нечто от субподрядчика, то в значительной мере утрачиваете контроль над этим “чем-то”. Поэтому очень важно выстроить правильную схему взаимодействия между компанией и субподрядчиком”.

Вторая проблема заключается в том, что организации не анализируют, каким образом использование аутсорсинга может повлиять на прочие аспекты их бизнеса.

“Очень многие компании не учитывают, каким образом передача выполнения того или иного процесса “на сторону” может повлиять на другие процессы, протекающие в их организации, — говорит Пол Бивен. — Когда вы используете того или иного субподрядчика, это может оказывать огромное влияние на информационные потоки и последовательность операций в остальных ваших ИТ-процессах (ИТ — информационная технология)”.

Например, в последние годы многие компании, пытаясь сократить свои производственные издержки и повысить эффективность первоначальной обработки обращений по телефону, пользуются услугами сторонних центров обработки обращений по телефону (call-center). Однако слишком часто эти организации не поручают этим сторонним источникам выполнение более глубоких, базовых функций. В результате сторонний центр принимает намного большее количество обращений по телефону, однако в целом время обработки обращений (включая и время выдачи ответа на запрос клиента) даже увеличивается. Это приводит к повышению неудовлетворенности клиентов. Зачастую они считают, что во всем виновата компания, использующая аутсорсинг.

По мнению Пола Бивена, план использования аутсорсинга, базирующийся исключительно на экономии затрат, вообще не может считаться достаточно эффективной стратегией. “Экономия затрат действительно может иметь место, — утверждает он, — однако главной целью использования сторонних организаций является высвобождение для компании дополнительного времени, которое она могла бы уделить своему главному бизнесу”.

Влияние отделов финансов и информационных технологий на использование аутсорсинга

Информационные технологии	Финансы		
Влияние очень значительное	19%	Влияние очень значительное	37%
Влияние довольно значительное	28%	Влияние довольно значительное	36%
Влияние весьма незначительное	31%	Влияние весьма незначительное	17%
Влияние полностью отсутствует	23%	Влияние полностью отсутствует	10%

Опрос, недавно проведенный *Unisys*, показал, что во многих организациях Великобритании финансовый отдел оказывает большее влияние на принятие решений об использовании субподрядных организаций, чем отдел информационных технологий. Эксперты рекомендуют компаниям, которые рассматривают вопрос об использовании аутсорсинга, не ограничиваться лишь факторами издержек.

Источник. “When Not to Focus on Cost Savings”, *Exec*, Vol. 25:1 (2003), p.4. (www.unisys.com/execmag/) Защищено законом об охране авторских прав © 2003 Unisys Corp. Используется с разрешения.

Регулирование кассовых остатков

Большинство коммерческих предприятий устанавливает контрольный уровень кассовых остатков. Они избегают образования избытка денежных средств, потому что, инвестируя их в ликвидные ценные бумаги, можно получить доход в виде процентов. Чем выше процентный доход, тем соответственно выше альтернативные издержки содержания на счете не востребуемых кассовых остатков. Оптимальный уровень денежных средств должен равняться, во-первых, сумме совершаемых сделок при эффективном управлении денежными средствами или, во-вторых, сумме, необходимой для поддержания

минимального компенсационного остатка согласно условиям банка, в котором фирма имеет депозитные счета.

Операционный баланс определяется исходя из соображений, рассмотренных в начале данной главы, учитывая еще и то, что при прочих равных условиях чем выше процентные ставки, тем выше альтернативные издержки кассовых остатков и тем сильнее закономерное стремление уменьшить объем имеющихся на счете денежных средств. Существует ряд моделей управления денежными средствами по определению оптимального соотношения между денежными средствами и рыночными ценными бумагами⁴.

Компенсационные остатки и плата за услуги банка

Определение минимального уровня кассового остатка зависит отчасти от требований к этому остатку, предъявляемых банком. Необходимость содержания на счете определенного бессрочного, беспроцентного вклада для компенсации банку за предоставляемые услуги определяется компанией исходя из рентабельности счета. Для начала банк подсчитывает среднюю сумму поступивших за определенное время денежных средств исходя из того, что отражено в лицевом счете клиента. Как уже отмечалось, эта сумма зачастую превышает показатели кассовых остатков в бухгалтерских книгах предприятия. Из усредненной суммы собранных денежных средств банк вычитает часть депозита, которая идет на покрытие резервных требований — в настоящее время 10%. Остаток составляет основу дохода банка. Общий доход определяется умножением данной основы на норму прибыли банка. Эта норма изменяется в зависимости от конкретных условий денежного рынка.

После определения дохода от счета следует вычислить затраты на его обслуживание. Большинство банков имеет пооперационные тарифы на такие услуги, как телеграфный перевод и обработка чеков. Счет анализируется на предмет выявления типичного месяца; все операции, совершенные в течение этого месяца, умножаются на их стоимость и суммируются. Счет считается рентабельным, если затраты не превышают суммарного дохода от данного счета. Минимально необходимым уровнем кассовых остатков считается тот, который обеспечивает безубыточность счета. Ввиду того что банки по-разному подходят к определению нормы прибыли, затрат и методов анализа счетов, существуют различия и в определении компенсационных остатков. По этой причине компании имеет смысл постараться найти такой банк, требования которого в отношении компенсационного остатка были бы минимальными для данного объема операций. Если у предприятия заключен с банком и кредитный договор, то не исключено, что от предприятия потребуется держать на счете более крупную сумму кассовых остатков, нежели та, что необходима для компенсации банку за деятельность по обслуживанию его счета. Сейчас мы не будем в подробностях останавливаться на этой форме компенсации, потому что данный вопрос освещен в главе 11.

Вместо содержания на счете компенсационных остатков в последние годы наметилась тенденция к оплате услуг банка деньгами. Выгода для компании

⁴ *Модели управления денежными средствами рассматриваются в книге James C. Van Horne, Financial Management and Policy, 11-th edition. (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 1998), Chap. 12.*

состоит в том, что на используемые в качестве компенсационного остатка денежные средства можно получить доход, который превысит плату за услуги банка. Чем выше процентные ставки денежного рынка, тем выше альтернативные издержки от содержания на счете компенсационных остатков и тем весомее преимущества денежной оплаты услуг банка. Определить, что данному предприятию более выгодно — платить за услуги или держать на счете компенсационные остатки — не составляет большого труда. Следует лишь сравнить сумму платежей за услуги с доходом от высвобожденных денежных средств. В тех случаях, когда за предоставляемые услуги можно рассчитываться деньгами, предприятию не следует упускать возможности сокращения компенсационных остатков.

Инвестирование денежных средств в рыночные ценные бумаги

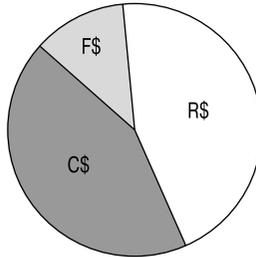
В большинстве случаев фирмы пытаются держать на счете плановую сумму денежных средств для обеспечения своих платежных потребностей и/или банковских условий по компенсационным остаткам. Однако денежные средства, не расходуемые на указанные цели, как правило, вкладываются в ликвидные (рыночные) ценные бумаги. В этом разделе мы рассмотрим использование предприятием ликвидных ценных бумаг как активов, практически заменяющих деньги. Прежде всего следует вспомнить, что в бухгалтерском учете ликвидные ценные бумаги (и срочные депозиты) в случае, если в момент их приобретения срок погашения составляет не более трех месяцев, учитываются в балансе как “эквиваленты денежных средств”. Другие ликвидные ценные бумаги, если считать, что срок их погашения не превышает одного года, классифицируются как “краткосрочные инвестиции”.

Портфель рыночных ценных бумаг: три сегмента

Портфель краткосрочных рыночных ценных бумаг предприятия полезно представлять в виде пирога, разрезанного на три (необязательно одинаковые) части (рис. 9.4)⁵. Одна часть пирога, как правило, включает ликвидные ценные бумаги, которые играют роль резерва расчетного счета предприятия. Это означает, что часть этих ценных бумаг можно было бы быстро продать для пополнения денежных средств в случае возникновения на начало дня неудовлетворительного сальдо. За исключением ситуаций, когда денежные поступления *всегда* равняются их расходу или превышают его, предприятию, по всей видимости, придется периодически обменивать часть ценных бумаг на денежные средства — однако трудно прогнозировать, когда именно и в каком количестве. В этом сегменте главным критерием является мгновенная ликвидность. Эти ценные бумаги, возможно, придется продавать в первую очередь, так как они представляют собой первую оборонительную линию предприятия

⁵ Данная трактовка основана на подходе, предложенном Джеймсом Стенсиллом. См. James M. Stencill, *The Management of Working Capital*. (Scranton, PA: Intext Education Publishers, 1971, Chap. 2 and 3).

против непредвиденных операционных потребностей. Эту часть общего портфеля рыночных ценных бумаг предприятия, которая отводится для удовлетворения данных потребностей, можно было бы назвать *сегментом готовых денежных средств (R\$)* (ready cash segment (R\$)).



- Сегмент готовых денежных средств (R\$)*: оптимальная часть рыночных ценных бумаг, приобретаемых для покрытия возможного дефицита денежных средств на расчетном счете фирмы
- Сегмент регулируемых денежных средств (C\$)*: рыночные ценные бумаги, приобретаемые для покрытия регулируемых (известных) расходов, таких как налоги и выплата дивидендов
- Сегмент свободных денежных средств (F\$)*: "свободные" рыночные ценные бумаги (т.е. приобретенные для неопределенных целей)

Рис. 9.4. Портфель краткосрочных рыночных ценных бумаг предприятия можно представить в виде пирога, разрезанного на три (необязательно одинаковые) части

Кроме того, что рыночные ценные бумаги приобретаются для обеспечения некоторых непредвиденных потребностей в денежных средствах, ценные бумаги можно также приобрести для покрытия "регулируемых" (т.е. известных) расходов. Например, фирме наперед известны и вполне подконтрольны суммы квартальных платежей по дивидендам и налогам. Постепенно накапливая денежные средства, фирма может подготовиться к этим регулируемым расходам. Накапливаемая со временем сумма может оставаться на расчетном счете, но она с таким же успехом могла бы принести доход в виде процентов, будучи временно инвестированной в ликвидные ценные бумаги. Таким образом, следующую часть портфеля ценных бумаг предприятия, *сегмент регулируемых денежных средств (controllable cash segment — C\$)*, можно было бы выделить для покрытия регулируемых (известных) расходов, таких как платежи по налогам и дивидендам.

И наконец, *сегмент свободных денежных средств (free cash segment — F\$)*. Это вложения в рыночные ценные бумаги, которые не предназначены ни для обслуживания расчетного счета, ни для регулируемых расходов. Это главным образом дополнительные денежные средства, которые фирма просто инвестирует в краткосрочные ценные бумаги. Гораздо лучше иметь эти средства в виде инвестиций, коль скоро им нет сиюминутного применения, чем они будут просто лежать на расчетном счете.

Прежде чем принять решение о том, какие именно ликвидные ценные бумаги больше всего подходят трем сегментам портфеля, следует ознакомиться

с переменными факторами, которые надо принимать во внимание в процессе отбора рыночных ценных бумаг. Необходимо также ознакомиться с разновидностями самих ценных бумаг.

Учет переменных факторов при подборе рыночных ценных бумаг

Принимая решение о покупке ликвидных ценных бумаг, менеджер инвестиционного отдела компании должен прежде всего понимать, как каждое потенциальное приобретение соотносится с ключевыми переменными факторами. Наиболее важными из этих факторов являются безопасность, ликвидность, доходность и срок до погашения.

Безопасность. Самое главное испытание, которое должны выдержать рыночные ценные бумаги, касается **неприкосновенности** (safety) номинальной суммы инвестиций. Под этим подразумевается вероятность возврата первоначально вложенных денежных средств. Критерием безопасности служат казначейские ценные бумаги, которые считаются надежными в случае хранения до срока погашения. Безопасность других ценных бумаг, в отличие от казначейских векселей, варьируется в зависимости от эмитента и типа выпускаемых ценных бумаг. Относительно высокая степень безопасности выступает стержневым фактором при серьезном рассмотрении вопроса о включении данных ценных бумаг в портфель краткосрочных инвестиций предприятия.

Неприкосновенность инвестированного капитала (safety (of principal))

Вероятность возврата первоначально вложенных денежных средств.

Ликвидность (liquidity, marketability) ценной бумаги подразумевает возможность для ее владельца по первому требованию превратить ее в денежные средства. Не исключено, что ценная бумага могла бы быть вполне “безопасной” при хранении до срока погашения, однако это вовсе не означает, что ее всегда можно без потерь продать до наступления срока платежа. Если ваш руководитель (добавим при этом, что он очень честный человек) дал вам личную долговую расписку на одну неделю в обмен на заем в 10 долл., можете не сомневаться, что по истечении недели вы получите свои деньги обратно. Однако попробуйте продать эту расписку в местном супермаркете и увидите, с чем вам придется столкнуться. Это окажется трудной задачей. Даже в случае успеха вы, скорее всего, будете вынуждены согласиться на значительное понижение цены. В общем, чтобы ценная бумага была ликвидной, должен существовать большой, активный вторичный рынок, т.е. такой рынок, на котором после эмиссии покупаются и продаются ценные бумаги.

Ликвидность (marketability (or liquidity))

Возможность продать на вторичном рынке большое количество ценных бумаг без существенных ценовых скидок.

Доходность, или прибыльность, ценной бумаги касается процентов и/или повышения стоимости номинальной суммы инвестиции, которые предоставляются данной ценной бумагой. По некоторым ценным бумагам, особенно по

казначейским векселям, проценты не выплачиваются. В этом случае ценные бумаги продаются со скидкой и погашаются по номинальной стоимости.



Пример

Казначейский вексель номиналом 1000 долл. и со сроком погашения через 26 недель можно купить за 956 долл. В этом случае доходность, получаемую за счет покупки его с дисконтом в 44 долл., можно выразить несколькими способами.

Метод эквивалентной доходности облигаций (Bond Equivalent Yield — BEY)

Этот метод позволяет определить номинальную доходность, определяемую на 365-дневной базе. Обычно этот метод используется при упоминании доходности краткосрочных казначейских векселей с разными сроками погашения.

$$BEY = ((FA - PP)/(PP))(365/DM),$$

где BEY — эквивалентная доходность облигации;
FA — номинальная стоимость;
PP — покупная цена;
DM — количество дней, оставшихся до срока погашения.

В случае описанного выше краткосрочного казначейского векселя BEY мы можем вычислить следующим образом:

$$BEY = ((1000 \text{ долл.} - 956 \text{ долл.})/(956 \text{ долл.}))(365/182) = \mathbf{0,0923 = 9,23\%}$$

Метод эффективной годовой доходности (Effective Annual Yield — EAY)

Этот метод предполагает расчет будущей стоимости облигаций, а вычисление проводится на 365-дневной базе. (Этот метод основывается на вычислении эффективной годовой процентной ставки — см. уравнение (3.31) в главе 3.)

$$EAY = (1 + (BEY/(365/DM)))^{365/DM} - 1 = (FA/PP)^{365/DM} - 1,$$

где EAY — эффективная годовая доходность. (Определения других переменных см. выше.)

В случае описанного выше краткосрочного казначейского векселя вычисление эффективной годовой доходности будет выглядеть так:

$$EAY = (1 + (0,0923/(365/182)))^{365/182} - 1 = (1000 \text{ долл.} / 956 \text{ долл.})^{365/182} - 1 = \mathbf{0,0944 = 9,44\%}.$$

Как отмечалось в главе 2, цена долгового обязательства изменяется обратно пропорционально движению процентных ставок. Следовательно, не следует забывать и о **процентном риске** (interest-rate (or yield) risk), т.е. что при повышении уровня процентных ставок продажа рыночной ценной бумаги до наступления срока платежа может принести убытки.

Процентный риск (interest-rate (or yield) risk)

Неустойчивость рыночной цены ценной бумаги, вызванная изменениями процентных ставок.



Пример

Допустим, мы только что купили краткосрочный (26-недельный) казначейский вексель, описанный в предыдущем примере. Допустим также, что у нас возникла необходимость срочно продать его, но по каким-то причинам процентные ставки выросли настолько, что инвесторы теперь требуют 10%-ную эквивалентную доходность от покупки такого рода долговых обязательств.

	Рыночная цена (долл.)	Номинальная стоимость (долл.)	Эквивалентная доходность облигации	
Этим утром	956,00	1000	$((1000 \text{ долл.} - 956,00 \text{ долл.}) / (956,00 \text{ долл.})) (365/182)$	= 0,0923
Несколько позже в тот же день	952,50	1000	$((1000 \text{ долл.} - 952,50 \text{ долл.}) / (952,50 \text{ долл.})) (365/182)$	= 0,1000

Если бы мы продали наш казначейский вексель несколько позже в тот же день — после того, как поднялись процентные ставки, — то понесли бы убыток, равный 3,50 долл. (956,00 долл. – 952,50 долл.). Теперь вы должны лучше понимать, что в случаях, когда курс ценных бумаг претерпевает значительные колебания (вследствие колебаний процентных ставок), управляющий портфелем ликвидных ценных бумаг фирмы может попытаться избежать необходимости продажи ценных бумаг до наступления срока их погашения.

Срок до погашения. Под *сроком до погашения* (maturity) понимают период до погашения ценной бумаги. Некоторые ликвидные ценные бумаги имеют конкретный срок. Например, казначейские векселя изначально продаются со сроком 13, 26 и 52 недели. Другие ценные бумаги, такие как коммерческие бумаги и свободнообращающиеся депозитные сертификаты, могут иметь сроки погашения в зависимости от их конкретного назначения. В большинстве случаев чем больше срок, тем выше доходность и значительнее риск неполучения этого дохода.

Распространенные инструменты денежного рынка

Управляющий портфелем ценных бумаг предприятия, как правило, сводит покупку ценных бумаг к приобретению **инструментов денежного рынка** (money market instruments). Эти инструменты в большинстве случаев представляют собой краткосрочные (изначальный срок погашения менее одного года), высоконадежные государственные и корпоративные долговые обязательства. Кроме того, государственные ценные бумаги, первоначально выпущенные на срок свыше одного года, но с текущим сроком погашения год или меньше, так же котируются как инструменты денежного рынка. Далее мы рассмотрим самые распространенные инструменты денежного рынка, которые предприятие может использовать в качестве высоколиквидных инвестиций.

Инструменты денежного рынка (в широком смысле) (money market instruments (broadly defined))

Все государственные ценные бумаги и краткосрочные корпоративные обязательства.

Казначейские ценные бумаги являются прямыми обязательствами правительства США и отражают его признание и доверие к нему. К основным выпускаемым ценным бумагам относятся казначейские векселя, ноты и облигации. **Казначейские векселя** (Treasury bills (T-bills)) со сроком погашения от 13 до 26 недель еженедельно выставляются Казначейством на аукцион. (Все продажи Казначейства осуществляются на аукционе.) Кроме того, ежемесячно продаются годовые векселя. Более мелкие инвесторы могут подать “неконкурентную” заявку, которая выполняется по курсу окончательного расчета по сделкам. Казначейские векселя не имеют купона, однако продаются со скидкой. Векселя продаются с минимальным достоинством 1000 долл., а свыше этого — на сумму, кратную минимальному номиналу. Эти ценные бумаги пользуются большим спросом среди предприятий, отчасти из-за того, что для них существует большой активный рынок. Да и операционные затраты, связанные с продажей казначейских векселей на вторичном рынке, невелики.

Казначейские векселя (treasury bills — T-bills)

Краткосрочные беспроцентные обязательства Казначейства США, выпускаемые со скидкой и погашаемые по полной номинальной стоимости.

Первоначальный срок **казначейских нот** (Treasury notes) составляет от двух до десяти лет, в то время как первоначальный срок **казначейских облигаций** (Treasury bonds) превышает десять лет. Естественно, наступает момент, когда до погашения некоторых из этих ценных бумаг остается менее года, и их можно использовать для решения краткосрочных задач инвесторов. Ноты и облигации выпускаются с купонами, и для них существует активный рынок. В целом, казначейские векселя — самые безопасные и самые ликвидные инвестиции денежного рынка. Именно по этой причине они дают самую низкую доходность среди разнообразных рассматриваемых нами инструментов при одинаковом сроке погашения. (Этот факт лишний раз убеждает нас в существовании компромисса между риском и доходностью.) Доход в виде процентов по этим ценным бумагам облагается федеральным налогом, однако не учитывается при уплате подоходного налога, взимаемого штатом и органами местного самоуправления.

Казначейские ноты (treasury notes)

Среднесрочные (с первоначальным сроком погашения от двух до десяти лет) обязательства Казначейства США.

Казначейские облигации (treasury bonds)

Долгосрочные (с первоначальным сроком погашения свыше десяти лет) обязательства Казначейства США.

Соглашение об обратной покупке. Изыскивая источники финансирования для своего портфеля ценных бумаг, дилеры, имеющие дело с государственными ценными бумагами, предлагают предприятиям **соглашения об обратной покупке, договор репо** (repurchase agreements — RPs; repos). Соглашение об обратной покупке — это продажа дилером краткосрочных ценных бумаг инвестору, при которой дилер соглашается выкупить эти ценные бумаги в указанный срок по заранее установленной цене. Таким образом, приобретая

данные ценные бумаги, инвестор получает определенный доход. Сам срок владения ценными бумагами устанавливается исходя из потребностей инвестора. Как видите, соглашения об обратной покупке предоставляют инвестору возможность для маневра с точки зрения сроков наступления платежа. Процентные ставки по соглашениям об обратной покупке соотносятся со ставками по казначейским векселям, федеральным фондам и займам, которые предоставляются торговцам государственными ценными бумагами коммерческими банками. Соглашения об обратной покупке имеют ограниченную ликвидность, однако наиболее распространенные сроки погашения варьируются от полусуток до нескольких дней. С учетом того, что основные инструменты, которые задействуются в соглашениях об обратной покупке, являются казначейскими ценными бумагами, их безопасность целиком зависит от надежности и финансового положения дилера.

Соглашения об обратной покупке, договора репо (repurchase agreements — RPs; repos)

Соглашения о покупке ценных бумаг (как правило, казначейских векселей) и о последующем их выкупе по более высокой цене.

Ценные бумаги федеральных агентств. Федеральные агентства (Federal agencies) выпускают ценные бумаги непосредственно или косвенно — через Федеральный банк финансирования (Federal Financing Bank). К основным агентствам относятся Федеральная жилищная администрация (Federal Housing Administration), Правительственная национальная ипотечная ассоциация (Government National Mortgage Association, GNMA, “Ginnie Mae”) и Администрация долины Теннесси (Tennessee Valley Authority, TVA). Кроме того, свои собственные облигации выпускает ряд *учреждений, созданных при поддержке правительства* (government-sponsored enterprises — GSEs), которые являются признанными государством частными организациями. К наиболее крупным из спонсируемых правительством учреждений относятся федеральные банки фермерского кредита (Federal Farm Credit Banks — FFCBs), Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Federal National Mortgage Association — FNMA, “Fannie Mae”) и Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита (Federal Home Loan Mortgage Corporation — FHLMC, “Freddie Mac”). Долговые обязательства, выпускаемые федеральными агентствами и учреждениями, созданными при поддержке правительства, в совокупности называют *ценными бумагами федеральных агентств* (federal agency securities).

Обязательства различных агентств федерального правительства имеют гарантии агентства-эмитента и в некоторых случаях правительства США. Федеральное правительство не предоставляет гарантий на ценные бумаги, выпущенные учреждениями, которые спонсирует государство; нет за ними и открыто заявленных “моральных” обязательств, кроме подразумеваемой поддержки. Трудно себе представить, чтобы федеральное правительство позволило им провалиться. Ценные бумаги федеральных агентств и спонсируемых государством учреждений, как правило, имеют высокую степень ликвидности и продаются на вторичном рынке через тех же дилеров, которые торгуют казначейскими ценными бумагами. Несмотря на то что процентный доход по этим ценным бумагам облагается федеральным подоходным налогом, неко-

торые из них не учитываются при уплате налогов на доход, взимаемых штатом или органами местного самоуправления. Срок погашения около половины находящихся в обращении ценных бумаг составляет менее года.

Федеральное агентство (federal agency)

Правительственное учреждение, независимое федеральное учреждение, корпорация или иная организация, учрежденная Конгрессом, которая полностью или частично является собственностью Соединенных Штатов Америки.

Банковские акцепты (banker's acceptances — BAs) являются срочными траттами (краткосрочными векселями), которые выписываются фирмой на имя банка для содействия финансированию внешней и внутренней торговли⁶. Нанося на тратту надпись “Акцептовано”, банк обязуется выплатить ее владельцу определенную денежную сумму при наступлении срока платежа. В конечном итоге банк подменяет своим собственным кредитом кредит заемщика. Следовательно, платежеспособность банковских акцептов определяется в первую очередь надежностью банка, акцептующего вексель. Однако трассант несет солидарную ответственность перед владельцем в случае невыполнения банком своих денежных обязательств.

Акцептованные тратты являются высококачественными договорными инструментами с традиционным сроком погашения менее полугода. Они обращаются на внебиржевом рынке ценных бумаг. Ставки по банковским акцептам бывают чуть выше ставок по казначейским векселям соответствующего срока, и оба этих инструмента продаются со скидкой. Банковские акцепты могут выписываться как на отечественные, так и на крупные зарубежные банки, где доходность бывает более высокой.

Банковские акцепты (bankers' acceptances — BAs)

Краткосрочные коммерческие векселя, по которым банк (поставив на них отметку “Акцептовано”) обязуется выплатить владельцу номинальную стоимость при наступлении срока платежа.

Коммерческие, корпоративные векселя (commercial paper) представляют собой краткосрочные необеспеченные векселя, выпускаемые финансовыми компаниями и некоторыми промышленными фирмами. Они составляют самый большой в долларовом исчислении инструмент денежного рынка. Коммерческие векселя продаются непосредственно фирмой-эмитентом или через дилеров, выступающих в качестве посредников. С учетом серьезности привлеченных сумм ряд крупных финансовых компаний сочли, что дешевле продавать свои коммерческие векселя напрямую инвесторам в обход дилеров. К компаниям, продающим коммерческие векселя на такой основе, относятся *General Electric Capital Corporation*, *Ford Motor Credit Company*, *General Motors Acceptance Corporation* и *Sears, Roebuck Acceptance Corporation*. Через дилеров продаются коммерческие векселя, выпущенные промышленными и малыми

⁶ Пример того, как используется банковский акцепт для содействия финансированию внешней торговле, приводится при дальнейшем рассмотрении банковских акцептов в разделе “Кредиты денежного рынка” в главе 11.

финансовыми компаниями. Дилеры тщательно проверяют платежеспособность потенциальных эмитентов. В каком-то смысле они несут ответственность за те коммерческие векселя, которые продают инвесторам.

Коммерческие, корпоративные векселя (commercial paper)

Краткосрочные необеспеченные векселя, выпускаемые преимущественно крупными финансовыми компаниями и некоторыми промышленными фирмами.

Коммерческие векселя, как правило, продаются со скидкой. Их срок в основном не превышает 270 дней, а при прямой продаже срок их погашения устанавливается исходя из конкретных пожеланий покупателя⁷. Большинство коммерческих векселей остается у владельцев до срока погашения, и формализованного вторичного рынка для них нет. Однако сам продавец зачастую перекупает бумаги по просьбе клиента. С дилером также можно договориться об обратной покупке проданной им ценной бумаги. Из-за отсутствия активного вторичного рынка и незначительного (но все-таки имеющегося) кредитного риска, связанного с корпоративными эмитентами, коммерческие векселя характеризуются несколько более высокой доходностью, чем казначейские векселя такого же срока — или приблизительно такой же доходностью, как и соответствующие им по срокам банковские акцепты. Векселя, которые продаются эмитентом, преимущественно имеют меньшую доходность, чем те, что продаются через дилеров. Коммерческие векселя продаются только с достаточно большими номиналами, зачастую не менее 100 тыс. долл.

Коммерческие векселя, выпущенные в Соединенных Штатах Америки иностранными корпорациями, называются *коммерческими векселями “янки”* (Yankee commercial paper). Например, *Mercedes-Benz AG* мог бы выпустить в США коммерческие векселя для привлечения источников финансирования оборотного капитала своего американского сборочного завода. Коммерческие векселя, которые выпускаются и продаются за пределами той страны, в валюте которой они исчисляются, называются *евро-коммерческими векселями* (Euro-commercial paper — Euro CP). Таким примером может быть гульденовый коммерческий вексель, выпущенный *General Motors* в Германии. Евро-коммерческий вексель дает эмитенту дополнительную возможность осуществлять займы в различной валюте. Несмотря на то что евро-коммерческий вексель имеет сходство с американским коммерческим векселем, существуют и некоторые различия. Например, срок коммерческих векселей США в большинстве случаев не превышает 270 дней, тогда как евро-коммерческие векселя, ввиду того что на них не распространяются некоторые положения США по ценным бумагам, могут иметь гораздо большие сроки. В отличие от коммерческих векселей США, для евро-коммерческих векселей образовался более активный вторичный рынок, что также объясняется их выпуском на более длительные сроки.

⁷ Компании практически не выпускают коммерческих бумаг со сроком погашения свыше 270 дней, ибо в этом случае их следует регистрировать в Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission), на что требуется дополнительное время и средства.

Свободнообращающийся депозитный сертификат. Краткосрочный инвестиционный инструмент, появившийся в 1961 году, — **свободнообращающийся депозитный сертификат** (negotiable certificate of deposit — CD) — представляет собой крупнономинальный свободнообращающийся срочный депозит в коммерческом банке или депозитном учреждении, предоставляющим фиксированные или переменные процентные ставки на оговоренное время. Первоначальный срок, как правило, варьируется от 30 дней до 12 месяцев. Для того чтобы сертификат был свободнообращающимся (чтобы его можно было продать на вторичном рынке), большинство банков, активно оперирующих на денежных рынках, устанавливают минимальный номинал в 100 тыс. долл. Существует вторичный рынок для депозитных сертификатов, выпущенных крупными банками. Однако этот рынок менее ликвидный, чем рынок казначейских ценных бумаг, потому что депозитные сертификаты более разнообразны, чем казначейские ценные бумаги. Например, депозитные сертификаты имеют большие различия по качеству банка-эмитента, сроку погашения и указанной процентной ставке. Из-за более низкой ликвидности и несколько повышенного риска доходность депозитных сертификатов превышает доходность казначейских векселей такого же срока, но соответствует доходности банковских акцептов и коммерческих ценных бумаг.

Свободнообращающийся депозитный сертификат (negotiable certificate of deposit — CD)

Крупнономинальный свободнообращающийся срочный депозит в коммерческом банке или депозитном учреждении, предоставляющим фиксированные или переменные процентные ставки на оговоренное время.

До сих пор наш разговор о депозитных сертификатах (ДС) касался главным образом американских ДС, выпускаемых американскими банками в США. Существует, однако, три других вида крупных ДС.

- *Евродолларовые ДС* (Eurodollar DCs, или Euro CDs) — долларовые ДС, выпускаемые иностранными отделениями банков США и иностранными банками, главным образом в Лондоне (см. далее о евродолларах).
- *ДС “янки”* (Yankee CDs) — ДС, выпускаемые американскими отделениями иностранных банков.
- *Сберегательные ДС* (Thrift CDs) — ДС, выпускаемые депозитными или кредитными ассоциациями, сберегательными банками и кредитными союзами.

Таким образом, управляющему портфелем ценных бумаг компании предоставляется широкий выбор ДС, когда дело доходит до краткосрочных инвестиций.

Евродоллары (Eurodollars) — банковские депозиты с долларовым номиналом, не регламентируемые американскими правилами ведения банковских операций. Несмотря на то что большая часть евродолларов размещена в европейских банках, этот термин применим ко всем долларовым вкладам в иностранных банках или в зарубежных отделениях банков США. Евродоллары, как правило, превращаются либо в евродолларовые срочные депозиты (евро

СД) (Eurodollar time deposits — Euro TDs), либо в евродолларовые депозитные сертификаты (Евро ДС) (Eurodollar certificates of deposit (Euro CDs)). Не смотря на то что Евро СД являются необращаемыми, почти все они имеют короткие сроки: от полусуток до нескольких месяцев. В то же время Евро ДС, подобно своему отечественному аналогу, является обращаемым инструментом. Для крупной корпорации, имеющей оперативный доступ к банкам, которые осуществляют международные валютно-кредитные операции, вклад в евродоллары зачастую представляется выгодным инвестиционным вариантом.

Евродоллары (Eurodollars)

Депозит с номиналом в американских долларах — как правило, в банке, расположенном за пределами США, — не регламентированный американскими правилами ведения банковских операций.

Краткосрочные муниципальные облигации (short-term municipals). Власти штатов и органы местного самоуправления начали все активнее выпускать ценные бумаги для удовлетворения потребностей в краткосрочных инвестициях. Существует, например, инструмент наподобие коммерческого векселя, процентные ставки по которому обновляются еженедельно. Другими словами, данная ценная бумага имеет плавающий курс, а еженедельное его обновление гарантирует неизменность рыночной цены. Некоторые корпорации вкладывают капитал в долгосрочные муниципальные ценные бумаги, однако срок их погашения обычно не превышает одного-двух лет. Проблема с долгосрочными инструментами заключается в том, что они не являются высоколиквидными. Более высокой ликвидностью и ценовой стабильностью отличаются инструменты с более коротким сроком, предназначенные для финансовых директоров корпораций и взаимных фондов муниципального денежного рынка.

Привилегированные акции денежного рынка. Начиная с 1982 года выпускается особый тип привилегированных акций, которым отдается большее предпочтение при формировании портфеля рыночных ценных бумаг корпораций. Как будет показано в главе 20, простая привилегированная акция — это бессрочная ценная бумага, приносящая фиксированные дивиденды. Однако фирма-эмитент может отказаться от выплаты дивидендов, если ее финансовое положение ухудшится. По этой причине мы считаем, что привилегированные акции не годятся для пополнения инвестиционного портфеля корпорации. Однако корпоративный инвестор получает значительные налоговые льготы, в частности 70% дивидендов по привилегированным акциям не облагаются федеральными налогами. (Налогом штата облагается вся сумма дивидендов.)

Налоговые льготы, а также изменения регуляторных норм вызвали к жизни множество форм привилегированных акций с плавающим курсом. Самыми распространенными на сегодня являются **привилегированные акции денежного рынка** (money market preferred stock (ММР)). Аукцион по привилегированным акциям денежного рынка проводится через каждые 49 дней — время, превышающее минимально необходимый период владения акцией, для того чтобы корпоративный инвестор смог извлечь пользу из федеральных налоговых льгот по дивидендам корпораций. Технология проведения аукциона га-

рантирует инвестору ликвидность и относительную ценовую стабильность. Она не защищает инвестора от невыполнения эмитентом своих денежных обязательств. Новые ставки аукциона устанавливаются по законам спроса и предложения на основании процентных ставок денежного рынка. Те корпорации, которые на день проведения аукциона уже владеют привилегированными акциями денежного рынка, могут выбирать один из трех вариантов. Они могут, во-первых, снова принять участие в торгах, во-вторых, подать заявку о продаже, в-третьих, подать заявку об отказе от продажи (в этом случае они сохраняют свои акции, которые будут котироваться по новому курсу).

Привилегированные акции денежного рынка (money market preferred stock — MMP)

Привилегированные акции, ставка дивидендов которых обновляется через каждые 49 дней.

Если аукцион срывается из-за недостаточного количества покупателей, то обычно на один период по умолчанию устанавливается ставка дивиденда в размере 110% от курса коммерческих векселей, причем за владельцем ценной бумаги остается право погасить ее по номинальной стоимости. Эти условия защищают инвестора до тех пор, пока корпорация-эмитент не потеряет платежеспособность и не может предоставить инвестору необходимую сумму денежных средств. До настоящего времени было зарегистрировано лишь несколько случаев срыва аукциона и неплатежа.

Формирование инвестиционного портфеля с помощью рыночных ценных бумаг

Решение инвестировать денежные средства в рыночные ценные бумаги касается не только суммы инвестиций, но и типа ценных бумаг, в которые эти средства вкладываются. Ранее рассмотренное разделение портфеля ценных бумаг предприятия на три сегмента поможет нам определиться в этом вопросе. Чтобы установить состояние баланса ценных бумаг по каждому сегменту, необходимо произвести оценку предполагаемых схем денежных потоков компании и степень их вероятности. Для ценных бумаг, с помощью которых формируется *сегмент готовых денег (R\$)* компании, главное — безопасность и возможность оперативного конвертирования в денежные средства. Казначейские векселя как нельзя лучше подходят для удовлетворения непредвиденных потребностей предприятия в денежных средствах, так как они и самые надежные, и самые ликвидные из всех инструментов денежного рынка. Для этой цели также годятся краткосрочные высококачественные соглашения об обратной покупке и некоторые высоколиквидные краткосрочные муниципальные облигации. Например, если “ночные” операции РЕПО подкрепить казначейскими ценными бумагами и возобновлять на постоянной основе (реинвестировать в другие РЕПО), то денежные средства могут оставаться инвестированными, обеспечивая при этом неизменную ликвидность и безопасность номинала.

Во втором сегменте портфеля ценных бумаг предприятия, *сегменте регулируемых денежных средств*, содержатся ценные бумаги, предназначенные для обеспечения регулируемых (известных) платежей, таких как заработная

плата, счета кредиторов, налоги и дивиденды. В данном случае исходим из того, что нам известна дата, когда необходимо произвести конвертирование (или по крайней мере ее можно предсказать с достаточной долей вероятности). Следовательно, ценные бумаги, за счет которых сформирован этот сегмент, необязательно должны отвечать таким же строгим требованиям относительно немедленной ликвидности, как содержащиеся в сегменте готовых денег. Менеджер портфеля может попробовать подобрать ценные бумаги, сроки которых точнее совпадают с конкретными известными потребностями в денежных средствах: например, ежеквартальные выплаты дивидендов или большой счет, который следует оплачивать 15 числа каждого месяца. Для наполнения этого сегмента заслуживают внимания ценные бумаги федеральных агентств, депозитные сертификаты, коммерческие векселя, соглашения об обратной покупке, банковские акцепты, евродолларовые депозиты и привилегированные акции денежного рынка. Невзирая на то что безопасность и ликвидность по-прежнему остаются важными критериями отбора, управляющий портфелем уделит больше внимания доходности ценных бумаг в этом сегменте, чем доходности тех, которыми комплектуется сегмент готовых денежных средств.

И наконец, что касается ценных бумаг, из которых формируется *сегмент свободных денежных средств* портфеля, то, в отличие от сегмента готовых денег, дата их конвертирования в денежные средства наперед неизвестна, но при этом нет и насущной потребности в срочном конвертировании. При подборе ценных бумаг для этого сегмента управляющий может в первую очередь обращать внимание на такую их характеристику, как доходность. Большую доходность можно получить, инвестируя средства в менее ликвидные ценные бумаги с большим сроком и более высоким риском дефолта. Руководство компании не должно забывать о ликвидности, однако ради достаточно высокой ожидаемой доходности можно примириться с существующей вероятностью дефолта. Таким образом, в этом сегменте (а также и в двух других) компания сталкивается со знакомым компромиссом между риском и доходностью. (На рис. 9.5 подытожен наш подход к определению портфеля краткосрочных рыночных ценных бумаг предприятия.)

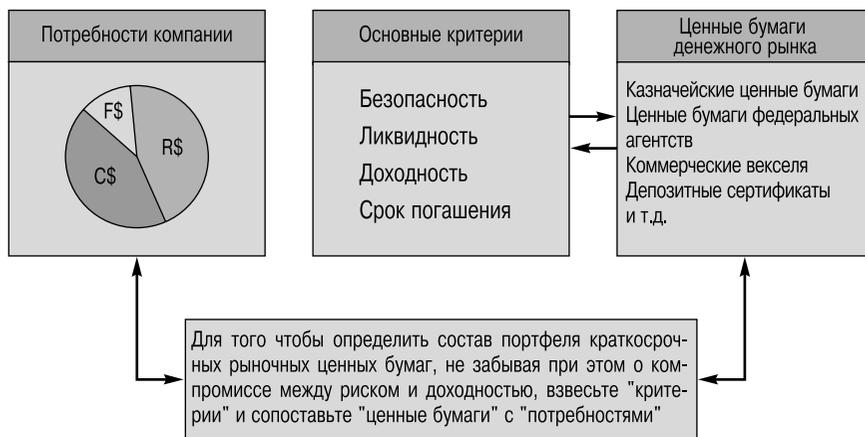


Рис. 9.5. Определение портфеля краткосрочных рыночных ценных бумаг компании

Управление портфелем. Чем значительнее портфель краткосрочных рыночных ценных бумаг компании, тем больше шансов для специализации и экономии на росте масштабов операций в работе с ним. Для объемного портфеля ценных бумаг может быть оправдано даже содержание персонала, который целиком занимался бы его управлением. Эти сотрудники могут проводить исследования, планировать диверсификацию, следить за изменениями рыночных условий и непрерывно анализировать и улучшать состояние портфеля предприятия. Если управление портфелем ценных бумаг выделяется в компании в отдельную функцию, то, скорее всего, будет рассмотрено большое количество разнообразных ценных бумаг в качестве объектов для инвестиций. Более того, будут прилагаться постоянные усилия для достижения максимально возможной доходности в соответствии с потребностями предприятия в денежных средствах, а также с теми требованиями, которые оно предъявляет к безопасности, ликвидности и срокам погашения. Для компаний с более скромным набором ценных бумаг содержание отдельного штата может оказаться экономически нецелесообразным. Более того, с вопросами инвестиций может справиться один человек, работающий неполный день. В противном случае всю работу по управлению портфелем ценных бумаг или какую-то ее часть можно поручить субподрядчику.

Взаимные фонды денежного рынка. Из-за операционных издержек и большой минимальной суммы денег, необходимой для покупки некоторых высокодоходных рыночных ценных бумаг, малые фирмы даже не рассматривали вопрос о владении портфелем краткосрочных рыночных ценных бумаг. Создание в начале 1970-х годов **взаимных фондов денежного рынка** (money market mutual funds — MMFs) дало возможность малому бизнесу (и частным лицам) владеть диверсифицированным портфелем ликвидных ценных бумаг. Взаимные фонды денежного рынка продают акции для сбора денег и, объединив усилия огромного количества мелких инвесторов, могут разместить средства в инструменты денежного рынка с высоким номиналом. В отличие от других взаимных фондов, взаимные фонды денежного рынка ежедневно объявляют о выплате дивидендов (рассматриваемых при уплате налогов как процентный доход), которые можно автоматически реинвестировать или получить в виде наличных. Многие из этих фондов допускают открытие счета при внесении первоначальной суммы в размере всего лишь 500 долл. Большая часть этих фондов наделена правом выписывать чеки, обычно на заготовленную минимальную сумму. Таким образом, взаимные фонды денежного рынка предоставляют малому бизнесу более высокие ликвидность, диверсификацию и чистую доходность, чем они смогли бы добиться, управляя портфелем ценных бумаг самостоятельно.

Взаимные фонды денежного рынка (money market mutual funds — MMFs)

Взаимные фонды, которые используют привлеченные денежные средства мелких инвесторов для вложения их в инструменты денежного рынка с большим номиналом.

Крупные фирмы также все охотнее удовлетворяют по крайней мере некоторые из своих потребностей, связанных с портфелем ликвидных ценных бумаг, обращаясь к взаимным фондам денежного рынка. Причиной этого является сочетание высокой надежности, ликвидности и доходности — плюс возможность сократить накладные расходы и операционные издержки в своем собственном казначейском отделе.

Денежный рынок: новый феномен

Фонды денежного рынка стали жизненно важным инструментом для любого казначея. Итак, как же работает этот рынок и как он вообще зародился?

Фонды денежного рынка (money market funds – MMF) – относительно новое явление в Европе. Они появились в начале 1970-х годов в Соединенных Штатах Америки, где их деятельность впервые была поставлена в определенные рамки Комиссией по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission – SEC) в 1983 году. Однако в Европе таких фондов не было до середины 1980-х годов, когда они впервые появились в оффшорных европейских центрах, таких как Дублин, Люксембург и Нормандские острова. Однако с тех пор в Европе начался настоящий бум фондов денежного рынка. Согласно данным отраслевой группы Ассоциации институциональных фондов денежного рынка (The Institutional Money Market Funds Association – IMMF), фонды, находящиеся в управлении, выросли в Европе с менее одного миллиарда долларов в 1995 году до более чем 130 млрд. долл. в конце 2002 года, причем этот рост не намерен замедляться.

По сути, фонд денежного рынка представляет собой взаимный фонд открытого типа, который инвестирует средства в относительно надежные краткосрочные долговые инструменты, такие как депозитные сертификаты, краткосрочные коммерческие векселя (commercial paper – CP), краткосрочные долговые обязательства с плавающей ставкой (floating rate note – FRN), инструменты-репо, краткосрочные государственные векселя и срочные депозиты. Фонды денежного рынка бывают двух основных типов: стабильный, или постоянный, фонд с номинальной стоимостью чистых активов (constant net asset value – CNAV), который получил наибольшее распространение в Соединенных Штатах Америки, и аккумулирующий фонд с номинальной стоимостью чистых активов (accumulating net asset value – ANAV), который приобретает все большую популярность в Европе.

Фонд CNAV, как следует из его названия, выпускает акции с постоянной номинальной стоимостью: проценты начисляются ежедневно на отдельный дивидендный счет и либо выплачиваются владельцу счета, либо используются для покупки дополнительных акций в конце месяца. В фондах ANAV, которые известны также как накопительные фонды (roll-up fund), доход не выплачивается. Вместо этого повышается номинальная стоимость акций, что должно отражать рост прибыли. В обоих случаях деньги можно снять или инвестировать в любой день, причем сделка полностью завершается в течение того же дня. Большинство фондов, как правило, требуют определенную годовую плату за управление, но вместе с тем не взимают начальную плату, а проценты обычно выплачиваются уже “очищенными” от обязательных отчислений в пользу фонда.

MMF представляют собой высоколиквидный инвестиционный инструмент с низкой степенью риска и с начислением процентов, типичных для долгосрочных депозитов. В то же время MMF обладают гибкостью однодневного депозита. Все эти качества делают их поистине бесценным инструментом управления ликвидностью и “повседневными” денежными средствами. MMF – замечательное подспорье для корпоративного и институционального казначея.

Регуляторная среда

В Соединенных Штатах Америки деятельность фондов регулируется довольно жесткими нормами SEC, в частности нормами SEC2a-7, которые были введены в действие еще в 1983 году для определения и стандартизации MMF. В то время как в большинстве стран также действуют определенные нормы, регулирующие дея-

тельность ММФ, в Европе не предусмотрены нормы, сопоставимые по своей жесткости с нормами, установленными SEC. Поэтому кредитные рейтинги европейских ММФ имеют огромное значение. Рейтинговыми агентствами, которые оценивают рейтинги ММФ, являются, в частности, *Moody's Investors Service*, *Fitch Ratings* и *Standard & Poor's*.

Источник. Статья в журнале *The Treasurer* (официальный орган ассоциации The Association of Corporate Treasurers). Denise Bedell, "Money Market Phenomena", *The Treasurer* (May 2003), p. I–IV. Защищено законом об охране авторских прав © 2003 The Association of Corporate Treasurers. (www.treasurers.org) Используется с разрешения.

Резюме

- Компаниям, так же как и частным лицам, необходимы деньги для осуществления платежей, выгодного использования быстротечных возможностей и защиты от неожиданно возникающих финансовых проблем.
- Управление денежными средствами включает эффективный сбор (взыскание, инкассацию) и выплаты денег, а также временное инвестирование имеющихся в наличии денежных средств.
- В большинстве случаев компании выгодно *ускорять* сбор денежных средств и *замедлять* свои платежи. Фирма стремится ускорить получение денежных средств по счетам дебиторов с тем, чтобы как можно скорее пустить их в оборот. Она стремится оттянуть расчеты с кредиторами, насколько позволяет политика поддержания кредитного доверия поставщиков, чтобы извлечь максимальную пользу из тех денежных средств, которые на данный момент имеются в наличии.
- Для ускорения сбора денежных средств предприятие использует ряд методов, в том числе компьютеризованное выставление счетов, согласованное дебитование и арендованные почтовые ящики.
- Крупные фирмы во многих случаях прибегают к *концентрации денежных средств* для совершенствования контроля за корпоративными денежными средствами, уменьшения неиспользуемых остатков и повышения эффективности краткосрочных инвестиций.
- Процесс концентрации зависит от трех способов перемещения денежных средств между банками: 1) *депозитарные трансфертные чеки (ДТЧ)*, 2) *трансферты через автоматизированную расчетную палату (АРП)* и 3) *телеграфные переводы*.
- Практикуемые предприятием методы контроля за осуществлением платежей включают *использование переводных векселей*, открытие специальных счетов для осуществления платежей, *счетов с нулевым остатком*, а также осуществление *управляемых*, а по возможности, — *удаленных* платежей.
- Ключевыми элементами *электронной коммерции (ЭК)* являются *электронный обмен информацией (ЭОИ)* и два ее элемента: *электронный платеж (ЭП)* и *электронный обмен финансовой информацией (ЭОФИ)*.

- Потенциально во всех основных сферах управления денежными средствами, включая сбор, платежи и инвестирование в рыночные ценные бумаги, можно *привлекать субподрядчиков*.
- Оптимальный уровень денежных средств должен равняться, во-первых, сумме совершаемых сделок при эффективном управлении денежными средствами или, во-вторых, сумме, необходимой для поддержания минимального компенсационного остатка согласно условиям банка, в котором фирма имеет депозитные счета.
- Портфель краткосрочных рыночных ценных бумаг предприятия полезно представлять в виде пирога, разрезанного на три (необязательно одинаковые) части, описанные ниже.
 1. *Сегмент готовых денег* — часть рыночных ценных бумаг, приобретаемых для покрытия возможного дефицита денежных средств на расчетном счете фирмы.
 2. *Сегмент регулируемых денежных средств* — рыночные ценные бумаги, приобретаемые для покрытия регулируемых (известных) расходов, таких как налоги и выплата дивидендов.
 3. *Сегмент свободных денежных средств* — “свободные” рыночные ценные бумаги (т.е. приобретенные для неопределенных целей).
- Принимая решение о покупке ликвидных ценных бумаг, портфельный менеджер компании должен прежде всего понимать, как каждая потенциальная инвестиция соотносится с *безопасностью* возврата основной суммы, *ликвидностью*, *доходностью* и *сроком погашения*.
- Управляющий портфелем ценных бумаг компании, как правило, сводит покупку ценных бумаг к приобретению *инструментов денежного рынка*. К наиболее распространенным инструментам денежного рынка относятся *казначейские ценные бумаги, соглашения об обратной покупке, ценные бумаги федеральных агентств, банковские акцепты, коммерческие векселя, свободнообращающиеся депозитные сертификаты, евродоллары, краткосрочные муниципальные облигации и привилегированные акции денежного рынка*.
- Формируя ценными бумагами различные сегменты портфеля рыночных ценных бумаг, управляющий портфелем старается сопоставить альтернативные инструменты денежного рынка с конкретными потребностями каждого сегмента, принимая во внимание такие критерии, как безопасность, ликвидность, доходность и срок погашения. Одним словом, состав портфеля рыночных ценных бумаг предприятия определяется с учетом существующего компромисса между риском и рентабельностью.
- *Взаимные фонды денежного рынка* дают возможность малым предприятиям (и частным лицам) владеть диверсифицированным портфелем ликвидных ценных бумаг.



Вопросы

1. Дайте определение функции *управления денежными средствами*.
2. Объясните сущность *концентрации банковских операций*.
3. Объясните, как *система арендованных почтовых ящиков* может повысить эффективность управления денежными средствами.
4. Инструменты денежного рынка используются как объекты инвестирования денежных средств, которые в противном случае не имели бы применения. Укажите самый главный критерий отбора активов для временного инвестирования свободных денежных средств.
5. Расскажите о влиянии *банковского обслуживания с использованием арендованных почтовых ящиков* на кассовые остатки предприятия.
6. Фирме требуется содержать определенную часть своего портфеля рыночных ценных бумаг для удовлетворения непредвиденных потребностей в денежных средствах. Что больше подойдет для краткосрочного инвестирования — *коммерческие векселя* или *казначейские векселя*? Почему?
7. Что такое *компенсационные банковские остатки* и почему они не одинаковы для всех вкладчиков?
8. Что такое *чистый флоут*? Каким образом компания может “играть на чековом флоуте” при осуществлении платежей?
9. Предположим, что доходность реальных активов компании превосходит доходность ликвидных ценных бумаг. Зачем в таком случае данной компании владеть рыночными ценными бумагами?
10. При каких условиях компания может не владеть никакими денежными средствами или рыночными ценными бумагами? Реальны ли эти условия?
11. Каковы три мотива владения деньгами?
12. Сравните и противопоставьте *банковские акцепты* и *казначейские векселя* как объекты инвестиций предприятия в рыночные ценные бумаги.
13. Сравните и противопоставьте *электронную коммерцию (ЭК)*, *электронный обмен информацией (ЭОИ)*, *электронный платеж (ЭП)* и *электронный обмен финансовой информацией (ЭОФИ)*.
14. В чем заключается суть *привлечения субподрядчиков*? Зачем предприятию привлекать субподрядчиков для выполнения всех или части операций по управлению денежными средствами?



Задачи для самопроверки

1. В настоящее время *The Zindler Company* имеет централизованную систему выписки счетов. Платежи всех клиентов поступают в центральное управление по расчетам. Для доставки отправленных по почте платежей клиентов в центральное управление требуется четыре дня. Еще полтора дня необходимы для обработки этих платежей перед их депонированием в банк. Среднедневной сбор денежных средств фирмы составляет 500 тыс. долл. Совсем недавно фирма изучила возможность учреждения системы арендованных почтовых ящиков. Было подсчитано, что при такой системе платежи клиентов поступят в пункты приема на полтора-два дня раньше. Затем еще один день экономился бы на сокращении периода обработки, потому что каждый банк, обслуживающий арендованные почтовые ящики, должен производить выемку корреспонденции два раза в день.
 - а) Определите сумму денежных средств, высвобождающихся в результате использования системы арендованных почтовых ящиков.
 - б) Определите ежегодный совокупный выигрыш от использования арендованных почтовых ящиков, взяв за основу, что фирма может получить 5% доходности на высвобожденные в пункте А денежные средства, инвестировав их в краткосрочные инструменты.
 - в) Будет ли введена система арендованных почтовых ящиков, если ежегодные связанные с ней затраты составят 75 тыс. долл.?
2. В течение следующего года металлургическая компания *El Pedro Steel Company*, одна из корпораций Калифорнии, ожидает получить такую доходность на возобновляемые инвестиции в перечисленные ниже ликвидные ценные бумаги.

Казначейские векселя	8%
Коммерческие векселя	8,50%
Привилегированные акции денежного рынка	7%

Предельная налоговая ставка компании при уплате федерального подоходного налога составляет 30% (после скидки за уплату подоходного налога штата), а ее предельная штатная налоговая ставка составляет 7%. Какая инвестиция является самой привлекательной с точки зрения доходности после уплаты налогов? Есть ли другие критерии?



Задачи

1. *Speedway Owl Company* имеет соглашение о франшизе с заправочными станциями компании *Gas and Go* в Северной Каролине и Вирджинии. Все расчеты держателей лицензии за продажу нефтепродуктов и бензина, составляющие в среднем 420 тыс. долл. в день, осуществляются с помощью чеков. В данный период суммарное время с момента отправки чека держателем лицензии до его получения компанией *Speedway Owl*, инкассирования и зачисления на свой счет в банке составляет шесть дней.
 - а) Какая денежная сумма “зависает” в этом промежутке времени?
 - б) Для того чтобы сократить эту задержку, компания планирует организовать ежедневную доставку денежных средств со станций. В итоге потребуется задействовать три автомобиля и нанять трех работников. В перерасчете на весь год ежедневный сбор денежных средств обойдется в 93 тыс. долл., а задержка сократится на два дня. В настоящее время альтернативные издержки неиспользуемых средств составляют 9% — такова процентная ставка ликвидных ценных бумаг. Следует ли компании начинать ежедневный сбор денежных средств? Почему?
 - в) Вместо того чтобы отсылать чеки в банк по почте, компания могла бы организовать их доставку с помощью рассылных. Эта процедура сократила бы задержку на один день и ежегодно обходилась бы в 10,3 тыс. долл. Следует ли компании вводить данный план в действие? Почему?
2. В настоящее время компания *The List Company*, которая может заработать 7% на ценных бумагах денежного рынка, имеет соглашение по арендованным почтовым ящикам с банком в Новом Орлеане для обслуживания своих клиентов на юге страны. Банк ежедневно производит операции на сумму 3 млн. долл., получая в виде платы компенсационный остаток в 2 млн. долл.
 - а) Руководство *List* пришло к выводу, что можно разделить южный регион на юго-западный регион (с ежедневным сбором в 1 млн. долл., который может производиться банком в Далласе за компенсационный остаток в 1 млн. долл.) и юго-восточный регион (с ежедневным сбором в 2 млн. долл., который может производиться банком в Атланте за компенсационный остаток в 2 млн. долл.). И в том, и в другом случае сбор будет осуществляться на полдня быстрее, чем банком в Новом Орлеане. Какова будет ежегодная экономия (или издержки) от раздела южного региона?
 - б) Пытаясь удержать клиента, банк в Новом Орлеане предложил производить сбор денежных средств за деньги (без компенсационного остатка). Какой может быть максимальная плата за операционное обслуживание, предложенная банком в Новом Орлеане, чтобы последний мог сохранить деловые отношения с компанией *List*?

3. Продуктовая компания *The Franzini Food Company* еженедельно выплачивает заработную плату в сумме 150 тыс. долл., выписывая чеки по пятницам. В среднем ее работники инкассируют свои чеки следующим образом.

День предъявления чека к оплате	Процент инкассированных чеков
Пятница	20
Понедельник	40
Вторник	25
Среда	10
Четверг	5

Как бы вы, будучи главным финансовым директором компании, урегулировали операции по счету, учрежденному для выплаты заработной платы? Есть ли в этом вопросе какие-либо проблемы?

4. Компания *Sitmore and Dolittle, Inc.* владеет 41 магазином розничной торговли, которые разбросаны по всей стране. Каждый магазин ежедневно отправляет в головной офис компании в Саут-Бенд, штат Индиана, около 5000 долл., выписывая чеки на местные банки. Банку в Саут-Бенде, который обслуживает данную компанию, в среднем для сбора чеков требуется шесть дней. *Sitmore and Dolittle* планирует перейти на электронные платежи, которые бы полностью исключили флоут.
- Какой будет сумма высвобожденных денежных средств?
 - Какой будет чистая сумма высвобожденных денежных средств, если каждый местный банк потребует доплаты в виде компенсационного остатка в сумме 15 тыс. долл., для того чтобы сбалансировать потерю флоута?
 - Предположим, компания могла бы заработать 10% на инвестировании денежных средств, высвобожденных в соответствии с пунктом b). Стоило ли бы соглашаться на данное предложение, если учесть, что каждый электронный платеж обходился бы в 7 долл., а каждый магазин осуществлял бы 250 трансфертов в год? (Будем считать, что стоимостью выписки чеков на имя местных банков можно пренебречь.)
5. Найдите в *Wall Street Journal* или какой-либо иной финансовой газете процентные ставки по казначейским векселям, коммерческим векселям, депозитным сертификатам и банковским акцептам. Соотносятся ли разница в доходности с ликвидностью и риском дефолта? Если бы вы были начальником финансового отдела компании, подверженной значительному деловому риску, в какую бы ценную бумагу или бумаги вы инвестировали бы свои средства? Как бы вы определили сроки погашения?



Решения задач для самопроверки

1. а) Общее сэкономленное время = $2,5 + 1 = 3,5$ дня

Сэкономленное время	×	Средний ежедневный сбор	=	Высвобожденные денежные средства
3,5	×	500 000 долл.	=	1 750 000 долл.

б) $5\% \times 1\,750\,000$ долл. = 87 500 долл.

с) Система будет введена, так как валовой доход от внедрения арендованных почтовых ящиков (87 500 долл.) превышает связанные с ней ежегодные затраты (75 тыс. долл.).

2.

Ценная бумага	Федеральная налоговая ставка	Налоговая ставка штата	Суммарная налоговая ставка	Ожидаемая доходность после уплаты налогов
Казначейские векселя	0,30	0,00	0,30	$(1 - 0,30)8,00\% = 5,60\%$
Коммерческие векселя	0,30	0,07	0,37	$(1 - 0,37)8,50\% = 5,36\%$
Привилегированные акции денежного рынка	0,09*	0,07	0,16	$(1 - 0,16)7,00\% = 5,88\%$

$$*(1 - 0,70)(0,30) = 0,09$$

Самой привлекательной с точки зрения доходности после уплаты налогов является инвестиция в привилегированные акции денежного рынка, благодаря 70%-ной скидке по уплате федерального подоходного налога. Коммерческие векселя менее привлекательны, чем казначейские векселя, из-за подоходного налога штата, который по казначейским векселям не взимается. (В тех штатах, где нет подоходных налогов, доходность по коммерческим векселям после уплаты налогов будет выше.)

Привилегированные акции, если учесть риск, могут показаться не столь уж привлекательным инвестиционным вариантом. Существует опасность того, что процентные ставки непомерно возрастут и рыночная стоимость этих ценных бумаг существенно снизится. Существует также риск неплатежа касательно получения дивидендов, тогда как по казначейским векселям такой риск отсутствует.

Рекомендуемая литература

- Adam, Peter S., and William A. Harrison, eds, *Essentials of Cash Management*, 6th ed. (Bethesda, MD: Treasury Management Association, 1998).
- Arvizu, Benjamin, "Using Your Bank as a Cash Management Tool", *The Small Business Controller* 4 (Summer 1991), p. 42–47.
- Batlin, C.A., and Susan Hinko, "Lockbox Management and Value Maximization", *Financial Management* 10 (Winter 1981), p. 39–44.
- Bort, Richard, "Lockboxes: The Original Outsource", *The Small Business Controller* 8 (Fall 1995), p. 44–47.
- _____, "What Every Financial Manager Needs to Know About Controlled Disbursing", *The Small Business Controller* 9 (Winter 1996), p. 47–50.
- Gitman, Lawrence J., D. Keith Forrester, and John R. Forrester Jr., "Maximizing Cash Disbursement Float", *Financial Management* 5 (Summer 1976), p. 15–24.
- Hahn, Thomas K., "Commercial Paper", Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 79 (Spring 1993), p. 45–67.
- Hill, Ned C., and William L. Sartoris, *Short-Term Financial Management*, 3rd ed. (Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1995).
- Kamath, Ravindra R., Shahriar Khaksari, Heidi Hyltin Meier, and John Winkleplectk, "Management of Excess Cash: Practices and Developments", *Financial Management* 14 (Autumn 1985), p. 70–77.
- Kim, Chang-Soo, David C. Mauer, and Ann E. Sherman, "The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33 (September 1998), p. 335–359.
- Lacker, Jeffrey M., "The Check Float Puzzle", *Economic Quarterly of the Federal Reserve Bank of Richmond* 83 (Summer 1997), p. 1–25.
- Maier, Steven F., and James H. Vander Weide, "What Lockbox and Disbursement Models Really Do", *Journal of Finance* 38 (May 1983), p. 361–371.
- Maness, Terry S., and John T. Zietlow, *Short-Term Financial Management*. (Cincinnati, OH: South-Western, 2002).
- Masson, Dubos J., ed. *Essentials of Cash Management*, 7th ed. (Bethesda, MD: Association for Financial Professionals, 2001).
- Miller, Merton H., and Daniel Orr, "The Demand for Money by Firms: Extension of Analysis Results", *Journal of Finance* 23 (December 1968), p. 735–759.
- Moss, James D., "Campbell Soup's Cutting Edge Cash Management", *Financial Executive* 8 (September/October 1992), p. 39–42.
- Nauss, Robert M., and Robert E. Markland, "Solving Lockbox Location Problems", *Financial Management* 8 (Spring 1979), p. 21–31.
- Phillips, Aaron L., "Management of Corporate Payments from Check to Electronic Format: A Report on the Current Status of Payments", *Financial Management* 27 (Winter 1998), p. 92–105.
- Ricci, Cecilia W., and Gail Morrison, "International Working Capital Practices of the Fortune 200", *Financial Practice and Education* 6 (Fall/Winter 1996), p. 7–20.
- Stancill, James M. *The Management of Working Capital*. (Scranton, PA: Intext Educational Publishers, 1971).
- Stone, Bernell K., "Design of a Receivable Collection System", *Management Science* 27 (August 1981), p. 866–880.

_____, "The Design of a Company's Banking System", *Journal of Finance* 38 (May 1983), p. 373–385.

_____, "Corporate Trade Payments: Hard Lessons in Product Design", *Economic Review of Fed of Atlanta* 71 (April 1986), p. 9–21.

_____, and Ned C. Hill, "Cash Transfer Scheduling for Efficient Cash Concentration", *Financial Management* 9 (Autumn 1980), p. 35–43.

U.S. Treasury Securities Cash Market. (Chicago: Chicago Board of Trade, 1998).

Van Horne, James C., *Financial Market Rates and Flows*, 6th ed. (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001).

Часть IV Web-сайта, посвященного данному учебнику (*Wachowicz's Web World*), содержит ссылки на многие "финансовые" Web-сайты, а также ссылки на статьи в Интернете, связанные с темами, освещаемыми в этой главе. (web.utk.edu/~jwachowi/part4.html)