

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ  
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
СТАВРОПОЛЬСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ АГРАРНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

Л. А. Латышева, Ю. М. Складорова, И. Ю. Складоров

# **ФИНАНСОВЫЙ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТ**

**Учебник**

Ставрополь

2021

УДК 378.147:631.115.1  
ББК 65.26  
Л27

**Авторский коллектив:**

*Л. А. Латышева, Ю. М. Склярова, И. Ю. Скляров*

**Рецензенты:**

*Л. Ю. Питерская* – доктор экономических наук, профессор;

*В. З. Мазлов* – доктор экономических наук, профессор

**Латышева, Л. А.**

Л27      Финансовый риск-менеджмент : учебник / под общ. ред.  
Л. А. Латышевой ; Л. А. Латышева, Ю. М. Склярова,  
И. Ю. Скляров. – Ставрополь, 2021. – 376 с.

ISBN 976-5-9908446-1-2

Учебник дает представление о современных методах управления активами, капиталом, стоимостью организации, о стратегических и тактических целях бизнеса, системе информационного обеспечения финансового риск-менеджмента, методологии финансового анализа и мониторинга, краткосрочного и стратегического финансового планирования. В конце каждой главы приведены задания для самостоятельной работы.

Предназначено для студентов очной и заочной форм обучения по специальности 38.05.01 Экономическая безопасность, специалистов реального сектора экономики и других заинтересованных лиц, а также может быть использовано студентами других экономических направлений.

**УДК 378.147:631.115.1**  
**ББК 65.26**

ISBN 976-5-9908446-1-2

© ФГБОУ ВО Ставропольский государственный  
аграрный университет, 2021

## **ВВЕДЕНИЕ**

Финансовый риск-менеджмент – управление финансовыми операциями, денежными потоками, призванное обеспечить привлечение, поступление необходимых финансовых ресурсов в нужные периоды времени и их рациональное использование в соответствии с намеченными целями, программами, планами, реальными нуждами в условиях неопределенности.

Управление финансовыми рисками на сегодняшний момент представляет собой многогранный и многоплановый процесс. Он охватывает направления анализа и оценки, организации финансовых ресурсов, краткосрочного и долгосрочного планирования, инвестирования и маркетинга.

Финансовая политика организации является важным аспектом в наращивании темпов его экономического потенциала в условиях рыночной системы хозяйствования с ее жесткой конкуренцией. Центральное место занимают показатели, характеризующие финансовое состояние организации.

В настоящее время сложились объективные предпосылки для применения в системе управления финансовыми рисками инструментов, позволяющих проводить детальное исследование, получать достоверную и полную информацию об организации. Таким инструментом финансового риск-менеджмента является экономическая безопасность. Зарубежные и отечественные исследователи по-разному трактуют это понятие. Более того, нет единого методического подхода и специальных методов экономической безопасности, позволяющих выявлять реальные причины изменения финансового состояния организации, включая его внутренний потенциал и внешнюю среду.

В данной работе предпринята попытка рассмотреть проблему финансового риск-менеджмента организации с учетом ее многоаспектности.

Работа состоит из двенадцати тем, каждая из которых посвящена отдельным разделам проблемы финансового риск-менеджмента в условиях

экономической безопасности. В тоже время все главы логически увязаны между собой и дают читателю представление о комплексном подходе к управлению финансовыми рисками организации.

Каждая глава содержит контрольные вопросы и тестовые задания, которые могут использоваться как преподавателями, так и студентами для самоконтроля. Учебник завершается глоссарием, что облегчает процесс усвоения излагаемого материала. Главным отличием данного пособия является то, что в нем процесс финансового риск-менеджмента организации рассматривается комплексно, что позволяет студенту оценить финансовый риск с различных сторон, в том числе и в условиях экономической безопасности.

Данный учебник может быть использован в учебном процессе для преподавания основных тем дисциплин «Финансовый риск-менеджмент», «Финансовый менеджмент» студентам, изучающим экономические и финансовые специальности в вузах.

## **Тема 1: СУЩНОСТЬ И КЛАССИФИКАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ ПРИ УГРОЗЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ**

*Целью* является описание системы финансовых рисков; введение понятий финансового риска, кредитного риска, риска ликвидности, рыночного риска; рассмотрение общих подходов к управлению финансовыми рисками.

### **Вопросы**

1. Система финансовых рисков.
2. Кредитный риск.
3. Риск ликвидности.
4. Рыночный риск.
5. Общие подходы к управлению финансовыми рисками.

### **1. Система финансовых рисков**

Любая сфера человеческой деятельности сопряжена с неопределенностью и риском. Риск представляет собой вероятность наступления неблагоприятных событий, которые могут повлечь за собой ухудшение финансового состояния, нанести ущерб или привести к уменьшению дохода.

Риск всегда характеризуется вероятностью и возникает в процессе осуществления финансово-хозяйственной деятельности. Последствия финансово-хозяйственной деятельности могут выражаться как в финансовых потерях, так и в дополнительных доходах.

**Риск** — экономическая категория, представляющая собой возможность совершения события, которое может повлечь за собой три экономических результата: отрицательный (ущерб, убыток), нулевой и положительный (выгода, прибыль).

**Риск** — субъективно-объективная категория. *Субъективная сторона риска* заключается в принятии определенных стратегических решений и расчете вероятности их результата. *Объективная сторона риска* — это качественно-количественное выражение возможных проявлений риска и их последствий. Экономическая сущность природы риска состоит в его тесной взаимосвязи с понятием дохода. Нахождение оптимального соотношения между риском и доходностью является главной целью системы управления рисками. Таким образом, риск и доход представляют собой две взаимосвязанные экономические категории.

*Главная задача управления риском* заключается в максимизации доходности и минимизации риска. Управление риском не означает его полного покрытия, а предполагает определение его оптимального уровня. Подверженность минимальному риску приводит к снижению эффективности предприятия и недополучению дохода. Осуществление операций с максимальным уровнем риска создает вероятность максимальных убытков или потерь. Оптимальный уровень обеспечивает вероятность получения необходимой прибыли и снижает вероятность потерь или банкротства.

Эффективная деятельность любого хозяйствующего субъекта зависит от принятия на себя разумного, оптимального и контролируемого уровня риска при наличии достаточного объема собственных средств для покрытия возможных потерь. Иными словами, главная задача системы управления рисками сводится к нахождению эффективной границы использования капитала в условиях риска.

В зависимости от источника возникновения риск классифицируют на множество различных видов и подвидов. Из всей совокупности рисков предприятия, сопровождающих его деятельность и генерирующих финансовые угрозы, в особую группу выделяют финансовые риски.

**Финансовые риски** играют наиболее значимую роль в общем «портфеле рисков» предприятия из-за возрастания степени их влияния на результаты финансовой деятельности и финансовую стабильность

предприятия в целом. Финансовый риск возникает вследствие осуществления финансовых операций или деятельности на финансовых рынках. Финансовый риск является спекулятивным риском по своей экономической природе, поскольку возникает при осуществлении рискованных финансовых операций, связанных с изменением обменных курсов валют, процентных ставок финансовых активов, их стоимости, понижении кредитоспособности, платежеспособности и финансовой устойчивости, снижении ликвидности активов.

**Финансовый риск** подразумевает возможность как отрицательного отклонения результатов финансово-хозяйственной деятельности от запланированного значения, так и положительного. Финансовый риск — динамическое явление, меняющее свой количественный уровень на разных стадиях функционирования предприятия под влиянием воздействия внешних и внутренних факторов.

Финансовый риск — это не фатальное явление, а в значительной степени управляемый процесс. На его уровень можно и необходимо оказывать воздействие.

**Эффективность процесса управления финансовыми рисками** определяется классификацией финансовых рисков. Классификация позволяет определить место каждого вида риска в системе финансового риск-менеджмента, а также создает возможность для эффективной оценки и управления риском. Каждому виду риска соответствует определенный комплекс мер по оценке и управлению. В настоящий момент единого и общепринятого мнения в отношении классификации финансовых рисков не существует. Это связано с большим количеством проявлений риска и различием в их интерпретации и терминологии.

Однако ведущие мировые профессиональные ассоциации, объединения и деятели в области финансового риск-менеджмента, Базельский комитет выделяют основные и наиболее значимые виды финансовых рисков, которыми являются *кредитные, рыночные и риск ликвидности*. Это объясняется тем

фактом, что из всей совокупности финансовых рисков подверженность, частота и масштабы потерь, которые они за собой влекут, наиболее ощутимы и значительны. Поэтому далее более подробно рассмотрим именно эти три вида финансовых рисков.

Классификация финансовых рисков по видам представляет собой основной параметр их дифференциации в процессе управления, но кроме этого существуют и другие не менее важные классификационные признаки и критерии финансовых рисков, оказывающие влияние на эффективность управления предприятием. К ним относится классификация финансовых рисков по сфере возникновения, по возможности измерения и по степени управления.

**По сфере возникновения** различают внутренние и внешние риски. *Внутренние риски* — это несистематические риски, связанные со спецификой деятельности предприятия, его капиталом. *Внешние риски* — это систематические риски, обусловленные изменениями, происходящими во внешней среде, реакцией рынка на определенные события или явления.

К факторам, оказывающим влияние на уровень внутренних финансовых рисков, относятся:

- обязательства предприятия перед третьими лицами и государственными органами (долговая нагрузка);
- обеспеченность собственными и оборотными средствами;
- снижение уровня доходности предприятия;
- недостаток ликвидных активов у предприятия;
- эффективность управления капиталом предприятия и его ресурсами;
- большой объем рискованных операций и инвестиционной активности;
- текущая операционная деятельность, включая управленческие, стратегические и финансовые решения, осуществление бизнес-процессов и внутреннего контроля за деятельностью предприятия и персоналом;
- уровень квалификации специалистов предприятия.



Факторами, оказывающими влияние на уровень внешнего финансового риска, являются:

- нестабильность экономической ситуации на макроуровне;
- динамика экономического развития;
- изменение требований законодательных органов и действующего законодательства;
- введение ограничений государственными органами, связанных с валютным регулированием и контролем;
- ухудшение политической ситуации в стране;
- рыночные кризисы, сопровождающиеся колебаниями рыночной конъюнктуры, валютных курсов, процентных ставок, стоимости активов и т.д.;
- увеличение темпов инфляции;
- форс-мажорные обстоятельства и явления.

**По возможности измерения риски** подразделяют на измеримые и неизмеримые. *К измеримым рискам* относят кредитный и рыночный риски, а *к неизмеримым* — риск бизнес-события, бухгалтерские, налоговые и, частично, риски ликвидности.

**По степени управляемости** выделяют управляемые и неуправляемые риски. *Управляемые риски* связаны с деятельностью конкретного предприятия, его стратегией поведения на рынке и внутрикорпоративной координацией процессов. К ним относят уровень менеджмента, стратегии развития предприятия, эффективность использования ресурсов, производственный и кадровый потенциал, техническое оснащение, квалификацию персонала, характеристику контрагентов, используемые технологии и методологии оценки, управления и принятия решений.

*Неуправляемые риски* — это макроэкономические и политические риски, а также риски, связанные с экономическим развитием контрагентов предприятия. К ним относят финансовые кризисы, обвалы валютных и

фондовых рынков, изменение политических условий государства, инфляцию, конкуренцию, введение процедуры банкротства.

На практике существует множество различных методов управления финансовыми рисками. Каждому виду финансового риска соответствует определенный комплекс мер, направленных на его управление и минимизацию последствий. При этом важно учитывать фактор изменчивости внутренней и внешней среды предприятия и применение к каждому конкретному случаю особого подхода финансового риск-менеджмента, новых условий хозяйствования, новых финансовых технологий, современных финансовых инструментов и других инновационных факторов.

## 2. Кредитный риск

**Кредитный риск** — это вероятность потерь вследствие неспособности предприятия выполнить свои контрактные обязательства. Последствия невыполнения этих обязательств измеряются суммой восстановленных денежных средств и дефолтом другой части.

*Источником кредитного риска* являются:

- 1) конкретный контрагент или заемщик;
- 2) ссудный портфель — совокупность кредитных вложений.

Совокупность кредитных вложений — это сумма выданных займов и приобретенных долговых обязательств. Кредитный риск в контексте совокупности кредитных вложений представляет собой вероятность уменьшения стоимости этой части активов либо значительного снижения фактической доходности данной части активов.

*Причинами возникновения кредитного риска* являются:

- снижение кредитоспособности, платежеспособности и финансовой устойчивости контрагента;
- неблагоприятные изменения в экономике страны;

- кризисные ситуации в отдельных отраслях экономики, ведущие к снижению деловой активности контрагента;
- неспособность контрагента достичь запланированного финансового результата в связи с непредвиденными неблагоприятными изменениями в деловой, экономической и политической сферах;
- изменение в рыночной стоимости;
- возможность злоупотреблений в использовании кредита заемщиком или его персоналом, в том числе ухудшение деловой репутации заемщика.

*Возникновение кредитного риска зависит от ряда факторов, к которым относятся:*

- экономическая и политическая ситуация в стране;
- концентрация деятельности предприятия в отдельных отраслях, чувствительных к изменениям в экономике и воздействию микро- и макроэкономических факторов;
- платежеспособность, репутация предприятия и его взаимоотношения с контрагентами и кредиторами;
- банкротство контрагента;
- большой удельный вес контрагентов, испытывающих финансовые трудности;
- концентрация деятельности предприятия в новых сферах деятельности;
- большое количество новых контрагентов с неизвестной предприятию кредитной историей;
- злоупотребления со стороны контрагента, мошенничество;
- наличие в качестве залога или обеспечения возврата денежных средств, труднореализуемых или подверженных быстрому обесценению ценностей, утрата залога или обеспечения;
- диверсификация кредитного портфеля;
- точность технико-экономического обоснования кредитной сделки или бизнес-проекта и т.д.

**По источнику проявления кредитный риск** классифицируют на внутренний и внешний.

**Внешний кредитный риск** - это риск контрагента, обусловленный вероятностью объявления им дефолта и потенциальных потерь в случае наступления дефолта. Этот вид риска связан с оценкой платежеспособности, надежности и финансовой устойчивости.

В состав **внешнего кредитного риска** входят риск контрагента, страновой риск и риск концентрации.

**Риск контрагента** - это риск невыполнения контрагентом своих контрактных обязательств.

**Страновой риск** - это риск возможной задержки, сокращения или полного отказа от уплаты процентных платежей и (или) основной суммы долга по причинам, связанным со страной заемщика, в которой он зарегистрирован как юридическое лицо и (или) осуществляет свою основную деятельность. Причинами странового риска могут быть государственные нововведения по осуществлению мер валютного регулирования и контроля, вследствие которых становится невозможным выполнение контрагентами своих контрактных обязательств.

**Риск концентрации** - это риск несбалансированного распределения средств между различными отраслями экономики, регионами и контрагентами.

**Внутренний кредитный риск** - это риск кредитного продукта, обусловленный вероятностью потерь по нему вследствие невыполнения контрагентом своих контрактных обязательств. В состав внутреннего кредитного риска входят риск невыплаты основной суммы долга и процентов по нему, риск завершения операции и риск обеспечения.

**Риск невыплаты основной суммы долга и процентов по нему** — это риск невозврата общей суммы долга и невыплаты процентов при наступлении срока погашения задолженности.

*Риск завершения операции* — это риск невыполнения контрагентом своих контрактных обязательств в срок либо выполнения с опозданием.

*Риск обеспечения* — это риск потерь, связанных со снижением рыночной стоимости обеспечения ссуды, невозможности вступления в права владения залогом.

Наиболее ярким проявлением кредитного риска или его следствием является дефолт, поэтому к особой категории кредитного риска относятся потери, связанные с дефолтом. ***Риск дефолта*** — это неисполнение контрагентом в силу неспособности своих контрактных обязательств в срок и (или) в полном объеме.

***По источнику возникновения риск дефолта*** классифицируют на риск контрагента и страновой риск. *Риск контрагента* сопряжен с вероятностью потерь, связанных с объявлением дефолта контрагентом. В состав риска контрагента входят риск до осуществления расчетов и риск расчетов.

*Риск до осуществления расчетов* — это риск потерь вследствие дефолта контрагента в течение срока действия сделки, пока по ней еще не осуществлены расчеты полностью. Этот вид риска характерен для длительных временных интервалов от момента заключения сделки до осуществления расчетов. Примером данного вида риска может служить осуществление предоплаты за актив и невозможность вступления во владение активом ввиду дефолта контрагента по сделке.

*Риск расчетов* — это риск потерь, связанных с неполучением денежных средств в момент осуществления расчета по сделке из-за дефолта или недостатка ликвидных активов у контрагента. Данный вид риска, обусловленный движением денежных средств, проявляется на относительно коротких интервалах времени. Риск расчетов значительно увеличивается при осуществлении операций между контрагентами, находящимися в различных временных зонах. Например, немецкий банк Herstatt Bank получил платежи от большого количества своих контрагентов, находящихся в различных временных зонах, после объявления им дефолта. Риск расчетов может быть

снижен посредством осуществления платежей в реальном режиме времени, которые позволят сократить временной интервал между моментом оплаты и получением контрагентом денежных средств.

С точки зрения дефолта *страновой риск* — это вероятность потерь вследствие невыполнения государством своих контрактных обязательств. Этот вид риска обусловлен спецификой страны, государственного контроля, макроэкономического регулирования и управления.

Кредитный риск является неотъемлемой частью любых финансовых операций, так как возникает при осуществлении платежей между контрагентами и связан с движением денежных средств. В связи с этим сферы возможного проявления кредитного риска весьма широки и разнообразны. Это не только сугубо кредитные операции, когда контрагент не способен вернуть кредит или заем, но и целый ряд других финансовых операций, включая операции с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами, торговые операции, сделки с иностранной валютой, сделки на межбанковском рынке, урегулирование расчетов по сделкам, инвестиционную деятельность, акцептование, а также предоставление поручительств и гарантий.

Свидетельством наступления кредитного риска является возникновение кредитного события. *Кредитное событие* — это изменение кредитоспособности и платежеспособности контрагента или кредитного качества финансового актива, наступление которого характеризуется четко определенными условиями:

1. Банкротство, включающее в себя ликвидацию предприятия (за исключением слияния), которое выражается наступлением следующих событий:

- неплатежеспособность (несостоятельность) предприятия;
- переуступка прав требования (цессия);
- возбуждение дела о банкротстве в суде;
- назначение внешнего управляющего имуществом должника;
- наложение ареста третьей стороной на все имущество должника.

2. Досрочное наступление срока исполнения обязательства, которое означает объявление дефолта (отличного от невыплаты причитающейся суммы) по любому другому аналогичному обязательству данного заемщика и вступление в силу оговорки о досрочном наступлении срока исполнения данного обязательства.

3. Дефолт по обязательству, или кросс-дефолт, который означает объявление дефолта (отличного от невыплаты причитающейся суммы) по любому другому аналогичному обязательству данного контрагента.

4. Неплатежеспособность, подразумевающая невыплату контрагентом определенной суммы в срок по истечении оговоренного льготного периода.

5. Отказ или мораторий, при котором контрагент отказывается от выполнения своих обязательств или оспаривает юридическую силу обязательства.

6. Реструктуризация задолженности, повлекшая за собой односторонний отказ, отсрочку или изменение графика погашения задолженности на менее выгодных условиях.

7. Понижение или отзыв рейтинговым агентством кредитного рейтинга контрагента.

8. Неконвертируемость валюты, вызванная введенными государством ограничениями.

9. Действия государственных органов, ставящие под угрозу юридическую силу выполнения обязательства.

**Оценка и управление кредитными рисками** зависят от характера происходящих процессов в финансовой сфере и факторов, влияющих на эти процессы. Финансовая сфера весьма динамична, особенно в настоящее время, а число и качество факторов, влияющих на процессы в финансовой сфере, не являются неизменными. Так, первоначально *оценка кредитного риска* осуществлялась посредством установления номинальной стоимости ссуды с использованием определенного (произвольно взятого в каждом случае) коэффициента, определяющего необходимый размер капитала,

резервируемого против кредитного риска. Недостаток этого метода заключается в том, что он не учитывает различия в вероятности дефолта.

Впоследствии были разработаны способы определения стоимости кредитного продукта с учетом риска. Широкое распространение получили системы рейтинговой оценки кредитоспособности заемщиков. Современный этап развития кредитного риск-менеджмента характеризуется активным внедрением внутренних моделей количественной оценки рисков портфелей ссуд. Основываясь на передовых технологиях предприятия, применяют портфельный подход к оценке и управлению кредитными рисками.

### **3. Риск ликвидности**

**Риск ликвидности** представляет собой снижение уровня ликвидности оборотных активов, порождающее разбалансированность денежных потоков предприятия во времени. Ликвидность предприятия базируется на поддержании необходимого соотношения между собственным капиталом предприятия, привлеченными и размещенными средствами.

**Риск ликвидности классифицируют** на два вида: риск рыночной ликвидности (или риск ликвидности актива) и риск балансовой ликвидности.

**Риск рыночной ликвидности** представляет собой вероятность потерь, связанных с отсутствием возможности покупки или продажи определенных активов в определенном объеме за достаточно короткий период времени по приемлемой рыночной стоимости в связи с ухудшением деловой активности и конъюнктуры рынка. Данный тип риска возникает в случае, когда транзакция не может осуществляться по преобладающим рыночным ценам из-за недостаточной рыночной активности. Этот риск достаточно сложно оценить. Он может изменяться, варьировать в зависимости от создавшихся рыночных условий. Управление этим видом риска осуществляется посредством установления лимитов по определенным рынкам и активам, а также путем диверсификации операций.



Риск рыночной ликвидности включает в себя две составляющие: *объективную (экзогенную) и субъективную (эндогенную)*.

*Объективная составляющая* носит идентичный характер для всех участников рынка, которые не могут на нее влиять, и определяется параметрами ликвидности рынка, такими как:

- ценовой спред — разница между ценами покупки и продажи;
- вязкость рынка — разница между ценой реальной сделки и средней рыночной ценой;
- глубина рынка — показатель активности участников рынка, объем торговли и оборот;
- способность к восстановлению рынка — показатель времени, за которое исчезает колебание цен или устраняется дисбаланс между спросом и предложением.

При анализе данных показателей часто возникает проблема отсутствия статистических данных или сложность их сбора. Кроме того, ликвидность рынка носит не постоянный, а динамический характер и изменяется с учетом времени. Поэтому помимо параметров ликвидности рынка на уровень объективной составляющей оказывает влияние динамика рыночной ликвидности. Основными критериями, характеризующими динамику рыночной ликвидности, являются концентрация ликвидности, исчезновение ликвидности и переход ликвидности.

Концентрация ликвидности встречается на рынках, где торгуются высоколиквидные активы. Ликвидность концентрируется на одном активе, а остальные активы становятся менее ликвидными. Исчезновение ликвидности на рынке возникает вследствие концентрации ликвидности на другом рынке.

Переход ликвидности характеризуется переходом активности участников на те рынки, которые сохраняют свою ликвидность даже в кризисные моменты.

Помимо параметров ликвидности рынка и динамики рыночной ликвидности на количественный уровень объективной составляющей

оказывает влияние ряд факторов ликвидности рынка. Это факторы: специфики торгуемого актива, микроструктуры рынка и поведения участников рынка.

Специфика торгуемого актива заключается в его замещаемости. Если замещаемость между активами высока, то рыночная ликвидность концентрируется на одном из них, так как участники часто предпочитают более ликвидные активы. А если актив не имеет аналогов на рынке, то он может не пользоваться спросом участников в силу их опасения по поводу его ликвидности, особенно в кризисных ситуациях.

Микроструктура рынка характеризуется следующими основными элементами: тип торговой системы, издержки заключения сделок и информационная прозрачность рынка. Поведение участников рынка характеризуется типом участников. Например, разнородность участников рынка способствует увеличению ликвидности рынка, а преобладающий тип участников рынка определяет реакцию рынка на разного рода изменения.

*Субъективная составляющая риска* рыночной ликвидности определяется для каждого предприятия индивидуально и зависит от его позиции на рынке. Чем больше размер позиции, тем большее значение имеет субъективная составляющая. Если предприятие имеет какие-то активы и желает их продать, а на рынке в данный момент существуют котировки на покупку этих активов в определенном количестве, но меньшем, чем владеет предприятие, то предприятие сможет продать только часть этих активов. Остальную часть оно будет вынуждено продать по более низкой цене или ждать, когда появятся новые заявки на покупку.

Поэтому субъективная составляющая зависит от двух объективных факторов: объема сделки и времени, отведенного на совершение сделки. Фактор времени, отведенного на совершение сделки, зависит от периода владения активом. Так, неликвидность актива может носить временный характер. Допустим, цена актива временно уменьшилась из-за конъюнктуры рынка. В этом случае если рыночные условия носят временный характер, нужно просто подождать, когда цена актива вырастет и покроет необходимый

уровень. Но если предприятию необходимо срочно продать актив для получения наличности, тогда неликвидность актива повлечет за собой явные убытки.

***Риск балансовой ликвидности*** представляет собой вероятность потерь, связанных с невозможностью выполнения контрактных обязательств контрагентом в связи с временным отсутствием ликвидных активов или денежных средств. Риск балансовой ликвидности связан со снижением способности финансировать принятые позиции по сделкам, когда наступают сроки их ликвидации, покрывать денежными ресурсами требования контрагентов, а также требования обеспечения. Иными словами, риск балансовой ликвидности связан со снижением платежеспособности предприятия в отличие от первого типа ликвидности, который обусловлен невозможностью ликвидировать активы на различных сегментах рынка.

***Риск балансовой ликвидности*** является основным видом риска ликвидности и классифицируется на три вида: системный, индивидуальный и технический.

***Системный риск*** – это риск невыполнения предприятием своих контрактных обязательств вследствие отсутствия денежных средств в расчетных системах банков, замораживания денежных средств на проблемных банковских счетах или задержки перевода денежных средств контрагентом.

***Индивидуальный риск*** – это риск изменения мнения участников рынка о платежеспособности предприятия и соответствующего пересмотра отношений с ним. Например, предприятию могут отказать в получении кредитных ресурсов или оно может не получить ожидаемой стоимости при продаже активов из-за снижения своей репутации как финансово состоятельной фирмы. Подобного рода изменения во мнении о предприятии могут быть вызваны как объективными факторами, например снижением кредитного рейтинга, так и субъективными, основанными на слухах и суждениях, которые зачастую могут не отражать реального положения дел. Средством управления и минимизации подобного рода риска является тщательный контроль за

репутацией предприятия, соблюдением его корпоративной культуры во избежание распространения негативной информации на рынке.

*Технический риск* – это риск несбалансированной структуры движения денежных средств. Этот вид риска является основным видом риска балансовой ликвидности и включает в себя две составляющие:

1) разбалансированность в поступлении денежных средств и их расходовании;

2) неопределенность будущих платежей.

Первая составляющая технического риска минимизируется за счет четкого планирования движения денежных средств, а именно строгого соотношения сроков поступления денежных средств со сроками платежей самого предприятия с учетом избежания возможных разрывов и несовпадений в движении денежных средств. Иначе говоря, равновесие в балансе предприятия достигается, когда сумма и срок высвобождения средств по активу в денежной форме соответствуют сумме и сроку предстоящего платежа по обязательству.

Вторая составляющая технического риска — неопределенность будущих платежей предприятия — требует поддержания определенного резерва ликвидных средств. Предприятие для этих целей не может использовать наличные денежные средства, так как это в значительной степени снижает эффективность его деятельности. Поэтому для этих целей, как правило, используются заемные средства или ликвидные активы, которые могут быть быстро преобразованы в денежные средства.

Однако в кризисных ситуациях оба этих источника могут оказаться недоступны, поэтому в целях минимизации данного риска предприятию следует проводить:

- анализ соответствия будущих платежей предприятия имеющимся обязательствам;
- прогноз появления возможных будущих обязательств;

- планирование движения денежных средств с учетом прогнозных оценок.

Основными мероприятиями, направленными на снижение общего уровня риска балансовой ликвидности, являются:

- управление активами и пассивами предприятия. При этом важно иметь некоторый запас ликвидности для того, чтобы иметь возможность компенсировать ожидаемые и неожиданные изменения в балансе и обеспечить ресурсы для дальнейшего функционирования и роста предприятия;

- четкое планирование движения денежных средств. Движение денежных средств, в свою очередь, контролируется с помощью установления лимитов на временные расхождения в движении денежных средств, т.е. посредством установления лимитов на возможные разрывы и нарушения плановых потоков;

- диверсификация операций.

В целом предприятие считается ликвидным, если его состояние позволяет за счет быстрой реализации средств по активу покрывать срочные обязательства по пассиву. Возможность быстрого преобразования активов предприятия в денежную форму для выполнения его обязательств предопределяется рядом факторов, среди которых главным является соответствие сроков размещения средств срокам привлечения ресурсов. Иначе говоря, каков пассив по сроку, таким должен быть и актив, тогда обеспечивается равновесие предприятия между суммой и сроком высвобождения денежных средств по активу, с одной стороны, и суммой и сроком предстоящего платежа по обязательствам предприятия — с другой.

#### 4. Рыночный риск

**Рыночный риск** — это риск возможных потерь по открытым позициям в результате негативной динамики рыночных факторов. Он характеризуется возможностью отрицательного изменения стоимости активов в результате

колебаний процентных ставок, курсов валют, цен акций и товарных контрактов. Иными словами, рыночный риск обусловлен изменениями цен на четырех финансовых рынках: рынке инструментов с фиксированной доходностью, рынке акций, валютном рынке и товарном рынке. Неустойчивость этих рынков подвергает предприятия риску колебаний цен обращающихся на них инструментов. Но риск возникает не только по причине изменений рынка, но и в результате действий, совершаемых участниками рынка, которые могут принимать на себя риск или избавляться от него.

По источнику проявления, или сегментам рынка, рыночные риски классифицируют на следующие основные виды:

- процентный риск;
- фондовый риск, или ценовые риски рынка акций;
- валютный риск;
- товарный риск, или ценовые риски товарных рынков.

**Процентный риск** – это вероятностный показатель возможных потерь, являющихся результатом изменений процентных ставок или стоимости процентных активов.

Иными словами, процентный риск — это вероятность снижения чистого дохода предприятия и рыночной стоимости его капитала вследствие изменения уровня процентных ставок на рынке. Изменения процентных ставок оказывают воздействие на поступление денежных средств предприятия, влияя на доход от чистой разницы по процентам и на уровень других доходов, связанных с процентами и суммой операционных расходов.

Процентный риск классифицируют на три вида:

- риск переоценки (или риск временного разрыва);
- базисный риск (или базовый риск);
- риск изменения кривой доходности.

*Риск переоценки* состоит в возможных изменениях сроков погашения продуктов с фиксированными процентными ставками, а также изменениях плавающих процентных ставок по активам и обязательствам предприятия.

Этот вид риска возникает при привлечении и размещении ресурсов по одинаковой базовой ставке, но с некоторым временным разрывом относительно даты их пересмотра, т.е. связан со сдвигами в структуре активов и пассивов. Такие колебания процентных ставок чреваты снижением доходов предприятия и стоимости его инструментов.

*Базисный риск* возникает при использовании различных видов процентных ставок для привлечения и размещения средств. Базисный риск обусловлен появлением асимметрии в движении процентных ставок или сокращением процентной маржи между ставками привлечения и размещения средств, а также непропорциональным изменением ставок процентов двух финансовых инструментов, использующихся для взаимного хеджирования. Например, базисный риск возможен при неполном соответствии изменений ставок процентов между двумя активами, один из которых используется для финансирования другого. Такое изменение процентных ставок приводит к изменениям общего уровня процентных ставок, денежных потоков, доходов по активам и обязательствам предприятия.

*Риск изменения кривой доходности* представляет собой риск изменений уклона и формы кривой доходности, которые могут неблагоприятно повлиять на доходы предприятия и его экономическую стоимость. Уровень риска кривой дохода резко повышается в случае непредвиденных изменений графика кривой доходов. Методом страхования от параллельных изменений кривой доходности является, например, хеджирование длинной позиции облигаций со сроком погашения 15 лет краткосрочной позицией векселей со сроком погашения три года того же эмитента.

Таким образом, базисный риск отражает соотношение между двумя различными процентными ставками, а риск изменения кривой доходности связан с неблагоприятными изменениями одной и той же ставки.

Процентные риски негативно влияют как на доходы предприятия, так и на его экономическую стоимость. Поэтому очень важно проводить анализ процентных рисков, осуществлять их оценку и управление.

*Основными факторами, оказывающими влияние на уровень процентного риска, являются:*

- стабильность экономического развития в стране;
- нестабильность рыночной конъюнктуры;
- финансовое состояние предприятия, его платежеспособность и устойчивость;
- динамика изменения процентных ставок на рынке.

К основным критериям анализа уровня процентного риска относятся:

- тенденции и перспективы развития экономики страны;
- способность предприятия своевременно и эффективно реагировать на изменения рыночной конъюнктуры;
- стабильность финансовой системы и рынков;
- зависимость финансовых инструментов от изменений конъюнктуры рынка.

**Фондовый риск** — это вероятностный показатель возможных потерь, являющихся результатом изменения стоимости акций.

*На уровень фондового риска оказывают влияние следующие факторы:*

- 1) фундаментальные, т.е. ключевые макроэкономические показатели состояния национальной экономики, влияющие на ожидания участников рынка ценных бумаг;
- 2) технические, т.е. индикаторы, полученные в результате проведения технического анализа рынка, на основе предположения, что тенденция развития рынка в прошлом сохранится и в будущем;
- 3) изменение финансового состояния эмитента акций;
- 4) краткосрочные неожиданные природные (стихийные бедствия, катастрофы), политические (войны, смена президента и правительства, политические скандалы, террористические акты и т.д.) и психологические факторы (восприятие имиджа стран и эмитированных ими ценных бумаг, высказывания политических лидеров и т.д.).



Фундаментальный анализ проводится на основе анализа таких показателей, как динамика покупательной способности, валовой внутренний продукт (ВВП), изменение процентных ставок, уровень безработицы, темпы инфляции, уровень платежного баланса, ведущие индексы рынка акций. Рынки акций могут приходить в нестабильные состояния под влиянием не только фундаментальных, но и психологических факторов (ожиданий участников рынка), действий участников рынка, поэтому прогнозирование на основе исторических данных курса обращающихся на рынке акций нужно дополнять кризисными сценариями, отражающими ожидания рынка. При этом необходимо учитывать, что движение курсовой стоимости акций само может влиять на фундаментальные факторы.

**Валютный риск** — это вероятностный показатель возможных потерь, являющихся результатом отрицательного изменения стоимости активов в связи с изменением курса одной валюты по отношению к другой. Изменение курсов валют по отношению друг к другу происходит в силу многочисленных факторов, например, в связи с изменением внутренней стоимости валют, постоянным переливом денежных потоков из страны в страну, спекулятивными операциями.

*Валютный риск классифицируют* на три вида: операционный, трансляционный и экономический.

*Операционный валютный риск* представляет собой влияние изменения валютного курса на кредиторскую и дебиторскую задолженность предприятия. Иными словами, это разница между валютным курсом, по которому осуществляется оплата, и курсом, по которому эта оплата учитывается в местной валюте. Этот вид риска можно определить как возможность недополучения прибыли или убытков в результате непосредственного воздействия изменений обменного курса на ожидаемые потоки денежных средств.

*Операционный риск* возникает при заключении соглашений на осуществление платежей или получение средств в иностранной валюте,

которые будут иметь место в какой-то момент времени в будущем. Если изменение курса валюты произошло до выплаты или получения денежных средств, то предприятие может затратить для осуществления платежа больше своей национальной валюты, чем предполагалось, или получить меньше своей национальной валюты от поступлений иностранной валюты. Таким образом, приток валюты будет меньше, а отток больше, чем ожидалось.

*Трансляционный валютный риск* возникает при переоценке валютных счетов или операций в национальную валюту. Например, осуществление периодической консолидации финансовой отчетности материнской компанией способствует возникновению трансляционного риска. Этот вид риска известен также под названием «расчетный риск». Его источниками являются возможности несоответствия между активами и пассивами, выраженными в валютах разных стран. Трансляционный валютный риск в отличие от операционного риска не связан с движением денежных средств или величиной выплат.

*Риск убытка или уменьшения прибыли* возникает при составлении консолидированных отчетов многонациональной корпорации и ее иностранных дочерних компаний. Когда в такой корпорации составляются консолидированные отчеты об активах, пассивах и о величине прибыли, то соответствующие показатели иностранных дочерних компаний переводятся с их национальной валюты в отчетную валюту всей группы. Вероятность убытка от трансляционного риска гораздо меньше, чем от операционного, если только общая прибыль не зависит в значительной степени от прибыли иностранной дочерней компании.

Трансляционный валютный риск возникает в следующих случаях:

- необходимость общей оценки эффективности предприятия, включая отделения и филиалы в других странах;
- потребность в составлении консолидированного баланса;
- пересчет налогов в валюте страны местонахождения материнской компании.

**Экономический валютный риск** выражается в неблагоприятном воздействии изменений валютного курса на экономическое положение страны в долгосрочном плане или на экономическое положение предприятия. Например, обесценение местной валюты ведет к снижению импорта и росту экспорта.

Если предприятие регулярно покупает или продает товары за рубежом, то оно сталкивается с риском сокращения выручки или роста расходов, связанных с неблагоприятными изменениями курсов валют. Такой долгосрочный риск и называется экономическим.

У предприятия, занимающегося внешнеторговыми операциями, всегда существует угроза убытков из-за того, что оно несет расходы в одной валюте, а доходы получает в другой. Любые изменения курсов валют могут повлечь ухудшение или улучшение финансового положения такого предприятия.

**Экономический риск** возникает, если компания планирует в перспективе проводить торговые операции. Экономический риск является долгосрочным и потенциально наиболее опасным проявлением риска, связанного с иностранными валютами. Он может иметь самые пагубные последствия для предприятий.

Последствия подверженности экономическому риску заключаются в следующем:

- уменьшение прибыли по будущим операциям;
- потеря определенной части ценовой конкурентоспособности в сравнении с иностранными производителями.

**Товарный риск** – это вероятностный показатель возможных потерь, являющихся результатом изменения стоимости товаров на товарных рынках. Товарный риск возникает вследствие неблагоприятного изменения конъюнктуры рынка товаров, в том числе выступающих базовым активом производных финансовых инструментов.

Товар определяется как физический продукт, который является объектом торговли на товарном рынке, например нефть, газ или зерно. Этот

вид риска зачастую носит более сложный и изменчивый характер, чем валютный или процентный риски. Одна из причин состоит в меньшей ликвидности товаров на рынке по сравнению с ликвидностью денежных средств в национальной или иностранной валюте, результатом чего может стать более осязаемое воздействие колебаний спроса и предложения на цену товара и стабильность товарного рынка.

*Рыночные риски могут принимать две формы: абсолютную и относительную. Абсолютный риск* измеряется в потенциальных потерях, выражающихся в денежной форме, например долларах США или рублях. *Относительный риск* измеряется относительно исходного индекса. Таким образом, первая форма рисков сконцентрирована на колебаниях общей доходности, а вторая — оценивает риск в зависимости от отклонения от индекса.

Рыночные риски, связанные с какими-либо активами или финансовыми инструментами, не могут рассматриваться изолированно, а должны анализироваться в контексте всего портфеля активов и пассивов предприятия с точки зрения их влияния на совокупную доходность и общий риск портфеля. Поэтому каждый вид рыночного риска состоит из общего рыночного риска и специфического риска, зависящего от структуры портфеля активов предприятия.

*Общий рыночный риск* подразумевает рассмотрение каждого рынка в отдельности, т.е. каждый вид риска измеряется индивидуально без учета взаимосвязи между различными рынками и рисками. Специфический риск предполагает оценку риска на консолидированной основе с учетом взаимосвязей между рынками и возможного влияния динамики одного на другой. Например, изменение курса валюты может оказывать влияние на стоимость облигаций, выпущенных в этой валюте.

Основными показателями рыночного риска, характеризующими его количественный уровень, являются показатель волатильности финансовых

индикаторов и показатель чувствительности критериев деятельности к их последствиям.

*Показатель волатильности финансовых индикаторов*, т.е. изменчивости, представляет собой стандартное отклонение от ожидаемой доходности. Осуществление контроля за волатильностью финансовых переменных часто оказывается достаточно сложным процессом, а порой и невозможным. Но с помощью *показателя чувствительности предприятия* могут осуществлять контроль за уровнем рыночных рисков, например, используя при этом производные финансовые инструменты.

*Линейная чувствительность* определяется по-разному для различных финансовых инструментов. Так, на рынке инструментов с фиксированным доходом чувствительность к движению процентных ставок измеряется дюрацией. На рынке акций чувствительность к рынку в целом, например фондового индекса, называется систематическим риском и определяется коэффициентом бета ( $\beta$ ). На рынке производных финансовых инструментов чувствительность к изменению цены базового актива измеряется дельтой ( $\delta$ ).

Необходимо учитывать, что рыночный риск свойственен не только обычным финансовым инструментам, но и производным финансовым инструментам, таким как опционы, свопы, фьючерсы, форварды и др. Существует множество показателей, применяемых для оценки рыночного риска производных финансовых инструментов, к которым относятся выпуклость, гамма, вега, тета и др.

На практике при осуществлении фундаментального анализа рыночных рисков используются и иные показатели, которые характеризуют чувствительность критериев эффективности деятельности предприятия к изменениям рыночной конъюнктуры. К ним относятся: метод разрывов процентной структуры, коэффициенты ликвидности и финансовой устойчивости, эффект финансового рычага, коэффициенты эластичности различных экономических показателей и т.д. Все эти показатели оценивают

чувствительность критериев деятельности предприятия и определяют связи и зависимости между факторами риска.

## 5. Общие подходы к управлению финансовыми рисками

**Система управления финансовыми рисками**, или **финансового риск-менеджмента**, представляет собой комплекс мероприятий, направленных на выявление, определение всех видов финансовых рисков, которым подвергается предприятие в процессе своей хозяйственной деятельности, осуществление их количественной оценки и определение способов по их управлению и минимизации.

Управление финансовыми рисками производится на уровне всего предприятия, охватывает все направления деятельности в целях обеспечения финансовой устойчивости и повышения эффективности деятельности. Иными словами, **финансовый риск-менеджмент** можно назвать инструментом стратегического управления и оптимизации деятельности предприятия с учетом эффективного распределения капитала в условиях риска.

**Финансовый риск-менеджмент** – новая сложившаяся сфера научной и практической деятельности, становление которой пришлось на начало 1990-х гг. на Западе, которая оформилась в настоящее время в самостоятельную область финансовой индустрии и один из основных элементов общей системы менеджмента предприятия.

Предпосылками развития индустрии финансового риск-менеджмента явились:

- глобализация финансовых рынков;
- тенденция дерегулирования финансовых рынков;
- рост международной конкуренции;
- увеличение волатильности на финансовых рынках;
- рост интенсивности и масштабов дефолтов;
- рост рынка производных финансовых инструментов;

- увеличение объемов операций на финансовых рынках;
- появлению новых высокорискованных финансовых инструментов;
- кризис ипотечного кредитования;
- появление теневой экономики;
- отсутствие культуры управления финансовыми рисками.

Толчком к развитию финансового риск-менеджмента послужили интенсивное развитие мировой финансовой системы, существенное расширение финансовых рынков, увеличение объемов и усложнение финансовых операций.

Все эти факторы привели к необходимости внедрения в мировую практику новых технологий и методологий управления финансовыми рисками в конкретных макро- и микроэкономических условиях. Это в первую очередь отразилось на изменении системы финансового риск-менеджмента, которая изначально носила фрагментарный, эпизодический характер, а под влиянием объективно создавшейся реальности стала носить интегрированный, непрерывный и комплексный характер.

Изначально в основе системы управления финансовыми рисками лежал узкоспециализированный, фрагментарный подход «снизу вверх», который осуществлялся на уровне отдельных специалистов, при необходимости оценивающих отдельные виды рисков как несвязанные элементы. Сегодня система управления финансовыми рисками после существенных изменений представляет собой комплексный, интегрированный и непрерывный подход «сверху вниз», позволяющий оценивать все риски в едином комплексе с учетом эффектов диверсификации на постоянной основе при принятии стратегических и финансовых решений.

**Основными целями системы финансового риск-менеджмента являются:**

- оптимизация деятельности предприятия при стратегическом управлении в условиях риска;

- достижение поставленных целей с учетом выбранной и утвержденной стратегии;
- системный комплексный подход при принятии стратегических решений.

**Задачи системы управления финансовыми рисками** состоят в осуществлении следующих мероприятий:

- выявление потенциальных финансовых рисков, их оценка и принятие мер по их предотвращению и минимизации;
- предупреждение возникновения финансовых рисков на основе их систематической оценки и управления;
- формирование управленческих инструментов и механизмов, обеспечивающих эффективное управление финансовыми рисками;
- разработка комплекса мер по предотвращению рискованных ситуаций и минимизации ущерба в случае их наступления;
- определение ресурсов, необходимых для проведения работ по устранению или минимизации выявленных финансовых рисков;
- максимизация прибыли, полученной в результате эффективного управления финансовыми рисками, на основе рационального использования рискованных ситуаций.

*Структурно в систему финансового риск-менеджмента* входят три основных элемента: субъект управления, объект управления и информационное обеспечение.

*Субъект управления* - это риск-менеджер или департамент по управлению финансовыми рисками, а *объект управления* - финансовый риск.

Одним из основных элементов системы финансового риск-менеджмента является информационное обеспечение, так как именно информация обеспечивает осведомленность о вероятности наступления рискованного события и дает возможность для принятия оперативных и эффективных финансовых решений.



При этом важную роль играет качество *информации*, т.е. ее надежность, чистота и достаточность. Каждый элемент системы выполняет определенные функции.

*К функциям объекта управления* относятся: разрешение финансового риска, рискованных вложений, работа по снижению величины риска.

*В функции субъекта управления* входят: прогнозирование, организация, регулирование, координация, стимулирование, контроль.

Прогнозирование представляет собой анализ и разработку возможных изменений финансового состояния предприятия в будущем. Прогнозирование - это предвидение определенного события, осуществленного на основе экстраполяции прошлого в будущее с учетом экспертной оценки тенденции изменения или на основе прямого предвидения с учетом настоящей тенденции развития предприятия.

Организация финансового риск-менеджмента — это система мер, направленных на рациональное сочетание всех элементов в единой технологии процесса управления финансовыми рисками. К этим мерам относятся: получение информации, выявление степени риска, определение вероятности наступления события, выбор стратегии управления риском, выбор приемов снижения степени риска, учет психологического восприятия рискованных решений, разработка программы действий по снижению риска, определение целей рискованных вложений, анализ и оценка результатов рискованного решения.

Регулирование в риск-менеджменте представляет собой воздействие на объект управления, посредством которого достигается состояние устойчивости предприятия.

Координация - это согласованность работы всех звеньев системы управления риском. Она обеспечивает единство отношений объекта управления и субъекта управления.

Стимулирование в риск-менеджменте представляет собой побуждение субъектов управления к заинтересованности в результатах своего труда.

Контроль включает в себя сбор информации о выполнении намеченной программы, принятой стратегии, а также анализ результатов мероприятий по снижению степени риска.

*Работа системы управления финансовыми рисками* осуществляется следующим образом. Информация различного рода и характера (рыночная, финансовая, коммерческая и т.д.) поступает к риск-менеджеру, т.е. субъекту управления.

Риск-менеджер на основе анализа данной информации выполняет оценку потенциального уровня риска, которому может подвергнуться данное предприятие, т.е. объекта управления. Далее на основе полученных оценок по объекту управления принимаются стратегические и финансовые решения в отношении дальнейшей деятельности предприятия для снижения возможных потерь и повышения доходности.

Основными характерными чертами системы управления финансовыми рисками являются многовариантность, динамичность и комплексность. **Финансовый риск-менеджмент** – это непрерывный динамический процесс, осуществляемый на постоянной основе на уровне всего предприятия для принятия стратегического решения по дальнейшей деятельности в целях обеспечения выживаемости в условиях конкуренции, повышения рыночной стоимости и поддержания стабильности функционирования предприятия.

Особенность процесса управления финансовыми рисками состоит в достижении поставленных задач посредством осуществления научно обоснованных организационных мероприятий, систематически осуществляемых и носящих объективный характер.

Таким образом, *процесс финансового риск-менеджмента* – это организованная последовательность действий, включающая в себя идентификацию финансовых рисков, оценку финансовых рисков, выбор стратегии и инструментов управления, а также мониторинг.

Первые два этапа представляют собой анализ. При этом идентификация относится к качественному анализу финансовых рисков, а оценка — к количественному.

Качественный анализ включает в себя определение всех возможных видов финансовых рисков, присущих исследуемой системе, выявление их источников и причин, составление карты рисков.

Количественный анализ заключается в определении численного значения риска, вероятности наступления риска и последствий, связанных с риском.

Основная цель анализа финансового риска состоит в определении величины риска для принятия решения о целесообразности и возможности осуществления конкретной операции или проекта при приемлемом, допустимом уровне риска.

### **Вопросы для самопроверки**

1. Понятие финансового риска
2. Система финансовых рисков
3. Кредитный риск
4. Риск ликвидности
5. Риск срочной ликвидности
6. Рыночный риск
7. Общий рыночный риск
8. Общие подходы к управлению финансовыми рисками
9. Прогнозирование финансовых рисков
10. Регулирование в риск-менеджменте

### **Тесты для контроля самостоятельной работы**

1. Риск – это:

- вероятность наступления события, связанного с возможными финансовыми потерями или другими негативными последствиями;

- результат венчурной деятельности;
- опасность возникновения негативных последствий, связанных с производственной, финансовой и инвестиционной деятельностью.

2. Элементами классификации рисков по уровню финансовых потерь являются:

- допустимый риск;
- внешний риск;
- налоговый риск;
- простой риск;
- прогнозируемый риск;
- критический риск;
- катастрофический риск.

3. К методам управления рисками относятся:

- самострахование;
- хеджирование;
- диверсификация;
- сертификация.

4. Дисперсия характеризует:

- уровень ликвидности;
- степень колеблемости изучаемого показателя по отношению к его средней величине;
- частоту получения ожидаемого результата по финансовой операции.

5. Сценарный анализ - это анализа риска, при котором:

- результат наиболее вероятного варианта сравнивается с наиболее и наименее благоприятными вариантами;

- результат наиболее вероятного варианта сравнивается с множеством случайно выбранных вариантов;
- можно структурировать принятие решения, разбив сценарий на несколько этапов.

6. Корпоративный риск:

- представляет средневзвешенную величину риска отдельных проектов,
- всегда возрастает, если принимается проект с высоким риском,
- может стать меньше при принятии проекта с высоким риском.

7. Риск кредитования меньше, если в основе принятия решения лежат показатели:

- отношение рыночной цены к прибыли ( $P/E$ ),
- EBITDA,
- рентабельность активов,

8. Для принятия решения о целесообразности реализации проекта важно:

- выявить относительный риск проекта,
- разработать абсолютный показатель риска,
- учесть в первую очередь корпоративный и рыночный риск.

9. Что из перечисленного не является функциями субъекта управления в риск-менеджменте?

- а) прогнозирование;
- б) нормирование;
- в) организация;
- г) регулирование;
- д) координация;
- е) распределение;
- ж) стимулирование;

з) контроль.

10. Что из перечисленного является правилами риск-менеджмента?

а) нельзя рисковать многим ради малого;

б) риск – дело благородное;

в) нельзя думать, что существует только одно решение, возможно, есть и другие;

г) при существовании нескольких вариантов, следует идти по пути минимально риска;

д) положительное решение принимается лишь при отсутствии сомнения.

11. В процессе принятия управленческих решений предпринимателю целесообразно различать и выделять определенные области (зоны риска) в зависимости от уровня возможных (ожидаемых) потерь. Для этого разработаны и используются:

а) изометрические шкалы;

б) шкалы воздействия;

в) шкалы риска.

### **Литература**

1. Варламова, Т. П. Финансовый менеджмент / Т.П. Варламова, М.А. Варламова. - М.: Дашков и Ко, 2020. - 304 с.

2. Пименов, Н. А. Управление финансовыми рисками в системе экономической безопасности : учебник и практикум / Н. А. Пименов ; под общ. ред. В. И. Авдийского. — М. : Издательство Юрайт, 2016. - 413 с

3. Риск-менеджмент. Методы оценки риска : учебное пособие / В. М. Картвелишвили, О. А. Свиридова. – Москва : ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г. В. Плеханова», 2017. – 120 с.

4. Солодов А.К. Основы финансового риск-менеджмента: учебник и учебное пособие // Солодов А.К. – М.: Издание Александра К. Солодова // Технический редактор Солодова Е.А.; корректор Нейц Е.А. // 2018 – 24,0 п.л., 286 стр., тираж 500 экз., типография «MasterPrint», заказ № 1370, подписано в печать 16.06.2018г // электронная сетевая книга// 4,0МБ.

5. ЭБС «Znanium»: Финансовый менеджмент : учебник / Е.В. Лисицына, Т.В. Ващенко, М.В. Забродина ; под ред. К.В. Екимовой. - М. : ИНФРА-М, 2018. - 184 с. - (Высшее образование: Бакалавриат). Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/952263>

6. Финансовый менеджмент: учебник / Кириченко Т.Т. - М.: Дашков и К, 2018. - 484 с.: ISBN 978-5-394-01996-8 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/415005>

## **Тема 2: ПОНЯТИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РИСКА ПРЕДПРИЯТИЯ И СУЩНОСТЬ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТА**

*Целью* является описание экономического риска и его места в системе финансов предприятия; анализ понятия риск-менеджмента: влияние хеджирования на стоимость компании; рассмотрение риск-менеджмента компании: интегрированная система управления риском.

### **Вопросы**

1. Понятие экономического риска и его место в системе финансов предприятия.
2. Понятие риск-менеджмента: влияние хеджирования на стоимость компании.
3. Риск-менеджмент компании: интегрированная система управления риском

### **1. Понятие экономического риска и его место в системе финансов предприятия**

Важнейшим и поэтому первым этапом в современной практике управления рисками выступает их идентификация и систематизация. Данный параграф посвящен вопросам общего определения понятия риска, воздействующего на предприятия в процессе их хозяйственной деятельности, и определения его четкого места в системе корпоративных финансов.

Изначально понятие риска формируется на уровне общих представлений об устройстве мира, и в этом контексте может рассматриваться как философская категория, характеризующая степень неустойчивости / неопределенности материального мира.

П. Самуэльсон поясняет: «Неопределенность порождает несоответствие между тем, чего люди ожидают, и тем, что действительно происходит».



Неопределенность выступает неотъемлемой составной частью условий хозяйственной деятельности, лежит в основе массы сложных и важных экономических явлений, взаимодействие с которыми порождает для отдельных экономических агентов ситуации, имеющие неоднозначный исход.

Свою сконцентрированную сущность неопределенность проявляет в риске. В случае, если существует возможность количественно или качественно определить степень вероятности появления того или иного варианта, то это и будет ситуация риска. Отсюда следует, что *понятие риска базируется на трех одновременных условиях:*

- наличие неопределенности;
- необходимость выбора альтернативы (при этом следует иметь в виду, что отказ от выбора так же является разновидностью выбора);
- возможность оценить вероятность осуществления выбираемых альтернатив.

Повсеместное проявление риска определило изучение данного явления широким кругом научных дисциплин, выработавших собственные индивидуальные подходы, отражающие специфику ракурса рассмотрения данного явления в соответствующей области знаний.

Поворотным этапом в истории изучения риска стала эпоха Ренессанса и Реформации, кардинально изменившая восприятие человеком будущего. Изменения в экономической жизни, имевшие место в ту эпоху и явившиеся результатом открытия новых морских путей, вызвали неиссякаемый поток золота и серебра, текущих из обеих Америк, огромные объемы, ввозимых из Азии тканей и специй в общем, все то, что сейчас подпадет под определение глобализации. Бурно развивались коммерция и финансы, технологический подъем переживало сельское хозяйство и навигация, применение пороха дало новый толчок к усложнению военного дела. Новые влияния набирали силу во всех отраслях, но стремительнее всего в коммерции и банковском деле.

В 1654 г. на пике всех этих изменений, шевалье де Мере (Chevalier de Mere), французский аристократ, игрок в кости и математик, предложил

знаменитому французскому математику Блэзу Паскалю (Blaise Pascal) решить головоломку, издававшую покой ученым уже в течение 150 лет: как разделить меду двумя игроками банк в прерванной на середине игре в кости, если один из игроков в этот момент выигрывает?

Ответ на вопрос дали Паскаль и его коллега Пьер де Ферма (Pierre de Fermat): нужно разделить ставки на основе вероятности выигрыша каждого игрока. Они же впервые продемонстрировали, как рассчитать эту вероятность.

Результат их сотрудничества, даже в качестве ответа на головоломку, произвел в интеллектуальном мире эффект разорвавшейся бомбы. Впоследствии важнейшей движущей силой в развитии математики и финансов стало страхование, система функционирования которого целиком зависит от принципа вероятности.

Сегодня математика выступает языком описания риска, рассматривая его вне условий какой-либо предметной области. Акценты на различные проявления риска формируют множественность понятий и определений термина риск. Происхождение самого термина риск восходит к греческим словам *ridsikon*, *ridsa* утес, скала, в итальянском языке *risiko* опасность, угроза, *risicare* лавировать меду скал. В словаре Ожегова риск определяется как возможность опасности, действие наудачу в надежде на счастливый исход. Вместе с тем, трактовка риска, как негативного явления, была бы неполной. Так, например, для игрока - это предвкушение удачи или испытание судьбы, для биржевого спекулянта - возможность прибыли.

Таким образом, общее **определение риска** может быть сформулировано как **возможность отклонений (как положительного, так и отрицательного характера) от ожидаемого варианта реализации событий.**

В экономической литературе получило распространение представление о риске как о возможности опасности или неудачи, при этом понятие риска неразрывно связано с денежными потерями. Можно встретить следующие определения риска:

Экономический риск – это вероятность возникновения убытков или недополучения доходов по сравнению с прогнозируемым вариантом.

Экономический риск – вероятность (угроза) потери предприятием части своих ресурсов, недополучения доходов или появления дополнительных расходов в результате осуществления определенной производственной и финансовой деятельности.

Однако, как уже было отмечено риск это не только негативные последствия, но возможный выигрыш, поэтому риск в экономическом контексте в случае его осознанной эксплуатации может стать конкурентным преимуществом, поэтому с точки зрения автора самым емким определением экономического риска должно быть следующее:

*Экономический риск – это возможность отклонения характеристик экономического состояния объекта (предприятия или хозяйственной единицы) от ожидаемых (альтернативных) значений.*

В понятии экономического риска выделим следующие характеристики экономического риска:

- возможность возникновения убытка, ситуации в которых убыток возникает наверняка или наверняка не возникает в общем случае к рисковому не относятся;
- неопределенность или непредсказуемость возможности убытка;
- нежелательность возникновения убытка, если убыток не затрагивает интересы субъекта, с которым данный убыток может быть связан, то это уже не является риском для данного субъекта;
- денежное измерение убытка возможность количественно оценить возможные убытки, что обеспечит возможность управлять риском на базе экономических инструментов и методов, позволяющих работать с денежными суммами.

С экономическими рисками может сталкиваться любой субъект – отдельный человек, группа людей, производственно-хозяйственная единица

(нефинансовое предприятие, банк, страховая или инвестиционная компания, государство и т.д.)

В экономической литературе, посвященной проблемам предпринимательства, нет единого мнения относительно классификации экономических рисков. В общей сложности насчитывается более 40 различных критериев рисков и более 220 их видов. Интересным представляется рассмотрение общего риска компании и его влияния на ее стоимость (рыночную капитализацию).

В современной финансовой теории утверждается, что критерием успеха функционирования компании, и, следовательно, действий ее менеджеров, является наращение благосостояния ее акционеров, практически проявляющееся в росте курса акций компании. Отталкиваясь от этой точки зрения, риск компании – это риск, которому подвержены ее обыкновенные акции, и с этой позиции финансовая теория выделяет два основных риска: деловой риск и финансовый.

Согласно Р. Брейли и С. Майерсу, основным риском любой компании является ее деловой риск или риск реальных активов, находящихся в распоряжении фирмы. Как только для финансирования бизнеса фирмы прибегает к заимствованию капитала, она оказывается подвергнутой финансовому риску, так как заимствование создает финансовую зависимость или финансовый левэридж.

Многочисленные экономические риски, которым подвержена деятельность любой компании, можно отнести к одной из трех следующих групп: деловой риск, финансовый риск и риск случайного события.

**I. Бизнес риск (деловой риск)** – это риск, который компания несет добровольно с целью создания конкурентных преимуществ и увеличения стоимости акционерного капитала. Этот риск характеризует рынок продукции, на котором работает компания, и включает в себя риск технологий производства, проектирования и продаж. Под деловым риском следует понимать неопределенность в отношении будущих финансовых результатов,

связанную со стратегическими корпоративными решениями и деловой средой. Например, деловой риск может являться результатом инвестиционных решений, стратегии маркетинга, политики конкурентов или нестабильности объемов продаж. В общем случае, деловые риски являются результатом долгосрочных структурных решений и принимаются компаниями как данное.

**II. Финансовый риск** – риск, возникающий вследствие деятельности предприятия на финансовых рынках. Финансовый риск предприятия представляет собой результат выбора его собственниками или менеджерами альтернативного финансового решения, направленного на достижение желаемого результата финансовой деятельности при вероятности понесения экономического ущерба (финансовых потерь) в силу неопределенности условий его реализации. Наиболее часто приводится деление финансового риска на рыночный, кредитный риск, риск ликвидности и операционный риск.

*Рыночный риск* в корпоративном контексте – это неопределенность будущих финансовых результатов, связанная с колебаниями рыночного курса. Прямое воздействие рыночного риска проявляется, например, в уменьшении операционной маржи вследствие повышения цены на первичное сырье или в результате обесценения валюты страны реализации. В отличие от делового, рыночный риск поддается конкретной количественной оценке и управлению

*Риск ликвидности* – риск неспособности компании к оперативной мобилизации ресурсов для выполнения обязательств.

*Операционный риск* – риск потерь, вызванных неадекватными или ошибочными внутренними процессами, действиями персонала или систем, а также внешними факторами.

*Кредитный риск* – риск того, что контрагент не выполнит свои обязательства в срок.

Эти риски существуют как у банков (классический риск невозврата кредита), так и предприятий, имеющих дебиторскую задолженность и организаций, работающих на рынке ценных бумаг.

**III. Риски случайных неблагоприятных событий** можно отнести на счет других негативных событий, лежащих вне сферы контроля предприятия. В отличие от делового и финансового рисков, которые являются симметричными, т.е. могут как вызвать убыток, так и принести прибыль, риск неблагоприятного события приводит только к убыткам (чистый риск), и возместить их можно с помощью традиционного страхования.

*Юридические риски* – это риски потерь, связанных с тем, что законодательство или не было учтено вообще, или изменилось в период сделки; риск несоответствия законодательств разных стран; риск некорректно составленной документации, в результате чего контрагент в состоянии не выполнять условия договора и пр.

*Риск стихийного бедствия* связан с проявлением стихийных сил природы (землетрясения, наводнения, бури, пожары, эпидемии).

*Регулятивно-политический риск* определяется политической ситуацией в стране и деятельностью государства. К нему можно отнести: невозможность осуществления хозяйственной деятельности вследствие военных действий, революций, обострения внутривнутриполитической ситуации в стране; введение моратория на внешние платежи; неблагоприятное изменение налогового законодательства и пр.

## **2. Понятие риск-менеджмента: влияние хеджирования на стоимость компании**

В широком смысле под **управлением риском** понимают *процесс принятия и выполнения управленческих решений, которые минимизируют неблагоприятное влияние на предприятие убытков, вызванных случайными событиями.*

**Управление риском** можно охарактеризовать как совокупность методов, приемов и мероприятий, позволяющих в определенной степени прогнозировать наступление рискованных событий и принимать меры к

исключению или снижению отрицательных последствий наступления таких событий.

Система управления риском состоит из двух подсистем: управляемой подсистемы (объекта управления) и управляющей подсистемы (субъекта управления).

*Объектом управления* являются рискованные вложения капитала и экономические отношения между хозяйствующими субъектами в процессе реализации риска (отношения между предпринимателями партнерами, конкурентами, заемщиком и кредиторами, страхователем и страховщиком и т.п.)

*Субъектом управления* выступает специальная группа людей (финансовый менеджер, менеджер по риску, специалисты по страхованию и т.д.), которая посредством различных приемов и способов осуществляет целенаправленное воздействие на объект управления.

Управление риском представляет собой специфическую сферу экономической деятельности, требующую глубоких знаний в области анализа хозяйственной деятельности, методов оптимизации хозяйственных решений, страхового дела, психологии и многое другое. Основная задача субъекта риск менеджмента найти оптимальное соотношение риска и дохода исходя из того, что чем прибыльнее проект, тем выше степень риска его реализации.

Под *стратегией управления риском* подразумевают направления и способы использования средств для достижения поставленной цели.

*Тактика управления риском* – практические методы и приемы менеджмента для достижения поставленной цели в конкретных условиях.

Сегодня управление рисками предприятия представляет собой специфическую сферу финансового менеджмента, которая в последние годы выделилась в особую область знаний риск-менеджмент.

**Финансовый менеджмент** представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с

формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов предприятия и организацией оборота его денежных средств.

Перед финансовым менеджером предприятия стоят две основные проблемы. Первая: сколько компания должна инвестировать и в какие виды активов? Вторая: как получить необходимые для инвестирования денежные средства? Ответом на первый вопрос выступает инвестиционное решение фирмы, или решение о планировании долгосрочных вложений, ответ на второй вопрос – решение о выборе источника финансирования.

Финансовый менеджер действует как посредник между фирмой и рынками капиталов, где происходит купля-продажа ценных бумаг фирмы. Обычно фирмам часто приходится инвестировать в активы, которые не способны быстро окупиться и подвергают значительному риску акционеров, кроме того, для осуществления намеченных инвестиций может понадобиться привлечение займов. Избежать риска, связанного с такими решениями воистину невозможно.

В той или иной форме риск-менеджмент осуществлялся всегда. В типичной корпоративной структуре, работа с разными рисками происходит отдельно. Казначейство или финансовый отдел управляют валютными, кредитными и процентными рисками. Торговое направление, иногда связанное с закупками, держит в фокусе своего внимания риск колебаний цен на товары. На производственно-эксплуатационном направлении рассматриваются риски, связанные с процессом производства. Риск-менеджер по корпоративному страхованию сосредотачивается на риске собственности и несчастных случаев. Отдел по работе с персоналом, возможно, управляет рисками рабочей силы.

Однако крупные инвестиционные проекты настолько тесно связаны с планами разработки новой продукции, производством, маркетингом, что менеджеры, занимающие ведущие позиции неизбежно привлекаются к скоординированной работе по планированию и анализу этих проектов. Как правило, казначей, бухгалтер, контролер или финансовый директор несут



ответственность за окончательное формирование капитального бюджета и руководство скоординированной работой менеджеров отдельных направлений.

*Критерием успеха принимаемых решений* выступает стоимость акционерного капитала или любое решение, которое увеличивает стоимость доли акционеров в фирме, делает их богаче. В большинстве случаев риск реальных активов компании воспринимается как данное, бизнес имеет свою беду и все тут. Однако с развитием финансовых инструментов, позволяющих передавать риски, позволяет финансовому менеджеру выбирать риски активов или бизнеса.

Метод экономической добавленной стоимости компании разработан С. Стюартом в начале 1990-х годов и зарегистрирован компанией Stern Stewart & Co. Согласно подходу С. Стюарта справедливая рыночная стоимость компании сегодня должна быть равна сумме стоимостей уже осуществленных компанией инвестиций (или балансовой стоимости активов) и приведенной стоимости перспектив роста или новых вложений (стратегической добавленной стоимости SVA - Shareholders Value Added). В случае, если инвесторы обладают таким же уровнем уверенности в отношении будущего компании, как и ее менеджеры, компания будет справедливо оценена и SVA превратится в реальную величину или добавленную рыночную стоимость MVA (market value added).

Сегодня концепция получила очень широкое распространение в финансовом менеджменте большинства ведущих мировых компаний. Преимущества ее применения связаны с адекватным и нетрудоемким определением степени эффективности работы отдельных подразделений и всего предприятия в целом в терминах увеличения его рыночной стоимости. К сожалению, большинство исследованных на сегодняшний день национальных компаний применяют традиционные показатели оценки эффективности деятельности, а именно: размер прибыли и маржинальной прибыли, объемы продаж, величина доходов и т.д., которые могут показывать весьма

искаженную картину состояния компании с позиции ее «финансового здоровья» в длительном периоде.

Итак, согласно приведенной модели, можно видеть, что рыночная стоимость акционерной компании подвержена влиянию четырех основных переменных:

1) денежного потока от уже существующих активов. Здесь сделано предположение, что существующие активы приносят прибыль, достаточную, лишь для поддержания уже существующих мощностей и обновления оборотного капитала, но не зарабатывают сверх прибыли (*excess returns*), т.е. рентабельность ROCE этих активов равна стоимости привлеченных для их финансирования ресурсов WACC. Такое предположение можно считать состоятельным в долгосрочной перспективе, в силу того, что рентабельность активов, не поддерживаемая дополнительными инвестициями на обновление, модернизацию, разработку новых видов продукции и т.д., т.е. мероприятий, направленных на поддержание конкурентного преимущества компании, будет с течением времени разъедаться под конкурентным давлением других предприятий отрасли);

2) Ожидаемой ставки роста в период использования конкурентного преимущества;

3) Продолжительности периода интенсивного роста или конкурентного преимущества (до наступления момента, когда фирма перейдет на уровень стабильного роста);

4) Ставки дисконтирования.

Ставка дисконтирования (WACC) – сокращение как специфического, так и рыночного рисков компании приведет с одной стороны к сокращению стоимости акционерного капитала как следствие уменьшения рыночного риска, с другой вызовет удешевление заемных средств в результате сокращения специфического риска.

Денежный поток от существующих активов. Сокращение риска компании не окажет никакого влияния на эту составляющую стоимости

компании, так как инвестиции уже были сделаны. Единственно возможная выгода от управления риском в данном случае – это экономия налоговых платежей. Такая ситуация возможна в странах с прогрессивной шкалой корпоративного налога (в России налог на прибыль корпораций фиксированная процентная величина и, следовательно отечественные компании не смогут воспользоваться этим преимуществом).

Экономия обязательных отчислений является результатом сглаживания колеблемости величины входящих денежных потоков компании. Ожидаемая ставка роста в период использования конкурентного преимущества. В средствах массовой информации широко обсуждается проблема недоинвестирования (underinvestment) компаний в выгодные, но рискованные проекты по причине негативного отношения менеджеров к риску. Дело в том, что в сравнении с акционерами компании, менеджеры имеют непропорционально большие инвестиции в бизнес своих навыков и человеческого капитала в целом. Банкротство или в общем случае финансовая нестабильность компании чаще всего сопровождаются кадровыми перестановками или в худшем случае сменой текущего руководства. Опасаясь потерять рабочее место, менеджеры склонны избегать высокодоходных проектов в особенности на развивающихся рынках. Сокращение уже существующих рисков компании позволит элиминировать проблему недоинвестирования и способствовать принятию более доходных новых инвестиционных проектов.

Продолжительность периода роста. Продолжительность нахождения компании в фазе роста зависит от состоятельности ее конкурентного преимущества, т.е. от способности отстоять свою рыночную нишу в конкурентной борьбе. В свою очередь конкурентное преимущество компании может быть подкреплено менее волатильными, как результат управления рисками, денежными потоками. Например, золотодобывающая компания, использующая хеджирование цены на золото, сможет использовать свои

стабильные денежные потоки во времена высокой волатильности цен на золото, для приобретения более финансово неустойчивых конкурентов.

Под *стратегией управления риском* мы понимаем направления и способы использования средств компании для достижения поставленных целей.

Риск-менеджмент способен сократить издержки компании, вызываемые волатильностью ее денежных потоков: дорогое внешнее финансирование, недоинвестирование в высокодоходные проекты и т.д. Но как руководству компании разработать наилучшую стратегию риск -менеджмента? Одним из вариантов, предлагаемых современными теоретиками и практиками риск-менеджмента, является расчет долгового рейтинга, при котором компания может максимально увеличить свою стоимость. Некоторые компании теряют много бизнес возможностей из-за низкого рейтинга. Другим компаниям, напротив, высокий рейтинг может быть экономически невыгоден. Например, молодая компания, начинающая рискованный, но ценный научно-исследовательский проект и преследующая одновременно цель получения высокого рейтинга, вынуждена будет отказаться от реализации этого самого проекта главной составляющей ее стоимости.

В долгосрочном или стратегическом плане существует два варианта решения данной проблемы:

- Модифицирование работы самой компании (управление операционным рычагом);
- Корректировка структуры капитала (управление финансовым рычагом).

Итак, *в целях минимизации воздействия риска и стабилизации потоков денежных средств, компании могут диверсифицировать свою деятельность.* К сожалению, сокращение риска за счет смены характера производства обходится чересчур дорого. Научные исследования показали, что стоимость диверсифицированных компаний, как правило, меньше стоимости компаний, специализирующихся на определенном виде деятельности существует так

называемый дисконт на диверсификацию (diversification discount). В качестве универсального защитного буфера от рисков компании служит структура капитала компании.

Уменьшая объем долга и увеличивая долю собственного капитала, менеджеры уменьшают совокупную подверженность акционеров риску. Снижение объема долга означает уменьшение фиксированных издержек компании, что позволяет ей с большей гибкостью реагировать на колебания, воздействующие на ее стоимость независимо от источника. Однако у такого метода управления риском компании тоже есть определенная цена – это цена сокращения налоговой защиты, связанной с использованием заемного капитала и включение процентных платежей в налогооблагаемую прибыль.

Все стратегические инструменты риск-менеджмента преимущественно используются в сочетании друг с другом. Решения менеджмента компании по таким разным вопросам, как оптимальное соотношение заемного и собственного капитала и строительство нового завода за рубежом неразрывно связаны.

*Под тактикой риск-менеджмента*, понимаются конкретные приемы и методы сокращения воздействия риска на стоимость компании в определенных условиях. Задачей тактики управления риском является выбор оптимального решения и самых конструктивных в данной хозяйственной ситуации методов и приемов управления.

Тактический риск-менеджмент сосредоточен в финансовом отделе компании. В отличие от определения стратегического рискового профиля компании, финансовый риск-менеджмент направлен на сглаживание текущей колеблемости финансовых потоков под воздействием непостоянных рыночных переменных, таких как валютные курсы, процентные ставки, цены на сырье и т.д.

С этой точки зрения управление финансовыми рисками предприятия представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации рискованных финансовых решений, обеспечивающих всестороннюю оценку

различных видов финансовых рисков и нейтрализацию их возможных негативных финансовых последствий.

**Избежание риска.** Это направление нейтрализации финансовых рисков является наиболее радикальным. Оно заключается в разработке таких мероприятий внутреннего характера, которые полностью исключат конкретный вид финансового риска. К числу основных таких мер относятся: отказ от осуществления финансовых операций, уровень риска по которым чрезмерно высок; отказ от продолжения хозяйственных отношений с партнерами, систематически нарушающими контрактные обязательства; отказ от использования заемного капитала в необоснованно больших объемах и т.д.

**Лимитирование концентрации риска.** Механизм лимитирование концентрации финансовых рисков используется обычно по тем их видам, которые выходят за предел их допустимого уровня, т.е. по финансовым операциям, осуществляемым в зоне критического или катастрофического рисков. Лимитирование осуществляется путем установления на предприятии соответствующих внутренних финансовых нормативов в процессе разработки политики осуществления различных аспектов финансовой деятельности.

Система финансовых нормативов может включать:

- предельный размер заемных средств, используемых в хозяйственной деятельности;
- минимальный размер активов в высоколиквидной форме (в качестве ликвидной подушки в первую очередь выступают краткосрочные финансовые инвестиции предприятия и краткосрочные формы дебиторской задолженности);
- максимальный размер товарного (коммерческого кредита), предоставляемого одному покупателю;
- максимальный размер депозитного вклада, размещаемого в одном банке;
- максимальный размер вложения средств в ценные бумаги одного эмитента;

- максимальный период отвлечения средств в дебиторскую задолженность и т.д.

**Распределение рисков.** Механизм этого направления нейтрализации финансовых рисков основан на частичном их трансферте партнерам по отдельным финансовым операциям.

В современной практике риск-менеджмента получили широкое распространение следующие основные направления распределения рисков:

- распределение риска между участниками инвестиционного проекта (в процессе такого распределения предприятие может осуществить трансферт подрядчикам финансовых рисков, связанных с невыполнением календарного плана строительно-монтажных работ, низким качеством этих работ, хищением переданных строительных материалов и т.д., нейтрализация рисков осуществляется в данном случае в переделке работ за счет подрядчика, выплаты им сумм штрафов и неустоек и в других формах возмещения понесенных потерь);

- распределение риска между предприятием и поставщиками сырья и материалов (предметом такого распределения являются прежде всего финансовые риски, связанные с потерей/порчей имущества/активов в процессе их транспортирования и осуществления погрузочно-разгрузочных работ);

- распределение рисков между участниками лизинговой операции (передача арендодателю риска морального устаревания оборудования, потери им технической производительности и т.п.);

- распределение риска между участниками факторинговой/форфейтинговой операции (предметом такого перераспределения является, прежде всего, кредитный риск предприятия, который передается соответствующему финансовому институту коммерческому банку или факторинговой фирме).

**Резервирование.** Механизм этого направления основан на резервировании предприятием части финансовых ресурсов, позволяющем

преодолевать негативные финансовые последствия по тем финансовым операциям, по которым эти риски не связаны с действиями контрагентов.

Основными формами этого направления нейтрализации финансовых рисков являются:

- формирование резервного фонда предприятия (он создается в соответствии с требованием законодательства и устава предприятия, на его формирование направляется не менее 5% суммы прибыли, полученной предприятием в отчетном периоде);

- формирование целевых резервных фондов (примером такого фонда может служить: фонд страхования ценового риска, фонд погашения безнадежной дебиторской задолженности);

- система страховых запасов по отдельным элементам оборотных активов предприятия (по денежным активам, сырью, материалам, готовой продукции, размер таких страховых запасов устанавливается в процессе нормирования);

- нераспределенный остаток прибыли в отчетном периоде.

**Диверсификация** является одним из способов уменьшения совокупной подверженности риску путем распределения вложений и/или обязательств.

Под *диверсификацией* понимается размещение финансовых средств в более чем один вид активов, цены или доходности которых слабо коррелированы между собой. Обратной формой диверсификации является привлечение средств из различных, слабо зависящих друг от друга источников. Диверсификация является одним из наиболее популярных механизмов снижения рыночных и кредитных рисков при формировании портфеля финансовых активов, портфелей банковских ссуд и пассивов соответственно. Следует помнить, что диверсификация эффективна только для уменьшения несистематического риска, в то время как систематические риски, общие для всех рассматриваемых инструментов, не могут быть уменьшены путем изменения структуры портфеля.



В качестве основных форм диверсификации финансовых рисков предприятия могут быть использованы следующие ее направления:

- диверсификация видов финансовой деятельности (предусматривает получение дохода от различных финансовых операций краткосрочных финансовых вложений, формирование кредитного портфеля, портфеля долгосрочных финансовых вложений);
- диверсификация валютного портфеля предприятия (выбор нескольких видов валют для проведения внешнеэкономических операций);
- диверсификация депозитного портфеля (размещение крупных сумм временно свободных денежных средств в нескольких банках);
- диверсификация кредитного портфеля (предусматривает расширение круга покупателей продукции предприятия и направлена на уменьшение его кредитного риска); диверсификация портфеля ценных бумаг;
- диверсификация программы реального инвестирования (предусматривает включение в программу инвестирования различных инвестиционных проектов с альтернативной отраслевой и региональной направленностью, что позволяет снизить общий инвестиционный риск по программе).

Наибольший эффект диверсификация финансовых рисков достигает при подборе в портфель любого вида инструментов, характеризующейся отрицательной корреляцией.

**Самострахование** представляет собой децентрализованную форму, создание натуральных и денежных страховых фондов непосредственно в хозяйствующих субъектах, особенно в тех, чья деятельность подвержена риску; основная задача самострахования заключается в оперативном преодолении временных затруднений финансово-коммерческой деятельности.

**Страхование** - защита имущественных интересов хозяйствующих субъектов и граждан при наступлении определенных событий (страховых случаев) за счет денежных фондов, формируемых из уплачиваемых ими страховых взносов.

Правовые нормы страхования в Российской Федерации установлены законодательством. Страхование, самострахование или полное резервирование как таковые не ставят своей целью уменьшение вероятности проявления рисков, а нацелены преимущественно на возмещение материального ущерба от проявления рисков. Таким образом, страхование основано на детерминистском подходе к возможным рискам, которые рассматриваются как данность, которой очень сложно, если вообще возможно, управлять.

**Хеджирование** представляет собой форму страхования от возможных потерь путем заключения уравнивающей сделки (переноса риска изменения цены с одного лица на другое). Хеджирование предназначено для снижения возможных потерь вложений вследствие рыночного риска и, реже, кредитного риска. Как и в случае страхования, хеджирование требует отвлечения дополнительных ресурсов.

*Хеджирование* - это способ защиты от риска, связанного с неопределенностью изменения будущей цены какого-либо актива на основе использования срочных контрактов. В качестве хеджируемого актива может выступать товар или финансовый актив, имеющийся в наличии или планируемый к приобретению или производству.

*Инструмент хеджирования* выбирается таким образом, чтобы неблагоприятные изменения цены хеджируемого актива или связанных с ним денежных потоков компенсировались изменением соответствующих параметров хеджирующего инструмента.

*Основным отличием хеджирования от других видов операций* является то, что его целью является не извлечение дополнительной прибыли, а снижение риска потенциальных потерь. Т.к. за снижение риска практически всегда приходится платить, хеджирование, обычно, сопряжено с дополнительными издержками.

Перечислим несколько источников таких издержек:

- Любая заключаемая сделка сопряжена с расходами в форме комиссионных платежей и разницы цен покупки и продажи.

- При осуществлении хеджирования с помощью срочных биржевых инструментов одной из статей затрат выступает гарантийный депозит, взимаемый биржей для обеспечения выполнения своих обязательств участниками сделки. Величина этого депозита обычно составляет от 2% до 20% от объема хеджируемой позиции и определяется, в первую очередь, изменчивостью цены базового товара.

- Наконец, еще один источник расходов на осуществление хеджирования - это вариационная маржа, рассчитываемая ежедневно по фьючерсным, а в некоторых случаях - и по опционным позициям.

*Эффективная программа хеджирования* не ставит целью полностью устранить риск; она разрабатывается для того, чтобы трансформировать риск из неприемлемых форм в приемлемые.

*Целью хеджирования* является достижение оптимальной структуры риска, т.е., соотношения между преимуществами хеджирования и его стоимостью.

При принятии решения о хеджировании важно оценить величину потенциальных потерь, которые компания может понести в случае отказа от хеджа. Если потенциальные потери незначительны (например, мало влияют на доходы фирмы), выгоды от хеджирования могут оказаться меньше, чем затраты на его осуществление; в этом случае компании лучше воздержаться от хеджирования.

### **3. Риск-менеджмент компании: интегрированная система управления риском**

**Интегрированный риск-менеджмент** «Enterprise Risk Management» (ERM) заключается в выявлении и оценке совокупности рисков, влияющих на

стоимость компании, и в управлении ими с помощью общекорпоративной стратегии.

**Интегрированный риск-менеджмент** – это процесс определения, оценки и контроля эффекта внутренних и внешних факторов, которые могут негативно повлиять на стоимость компании.

Для успешного управления крупной компанией уже недостаточно оценки рисков лишь в разрезе отдельных операций, клиентов и проектов. На первый план выходит потребность в получении совокупных оценок рисков на разных уровнях обобщения, по различным видам рисков, типам продуктов и группам клиентов. Иными словами, единая внутрифирменная система риск-менеджмента должна обеспечивать возможность обобщения всех отдельных оценок различного рода рисков в единый показатель совокупного риска фирмы.

Суть корпоративного риск-менеджмента в идее о пластичности риск-профиля компании, в способности менеджеров выбирать какие риски принять, а от каких избавиться. Укрыться от риска воистину невозможно: отсутствие стратегии активного риск - менеджмента означает фактическое решение принять все риски, которые возникнут в ходе работы, без учета того, какое их сочетание будет оптимальным.

В прошлом систематический и интегрированный риск-менеджмент в масштабе всей компании был редкостью. Сегодня системы ERM представляют собой архитектуру, через которую крупные предприятия контролируют риски на всех уровнях и подразделениях из единого центра управления – подразделения отвечающего за управления рисками на уровне всей компании. Решаемые задачи и функции подразделения должны быть четко определены и утверждены.

*Основные требования, предъявляемые к современной системе интегрированного управления риском, сводятся к расчету показателей рисковости для рыночных рисков, оценке текущих и будущих кредитных рисков, проведению сценарного анализа и тестированию портфеля*

рисков предприятия на устойчивость. Для реализации этих функций в масштабе фирмы главной трудностью является агрегирование больших массивов данных различных подразделениях, и проводить их итоговую обработку.

Возможность компании оценивать, контролировать и эффективно управлять рисками, несомненно, является сильным конкурентным преимуществом. Это способствует оптимизации профиля риск - доходности, использования и размещения экономического капитала, т.е. способствует повышению стоимости компании как для акционеров, так и для других заинтересованных лиц».

**Организация риск-менеджмента** предполагает определение органа управления риском, которым может быть финансовый менеджер, менеджер по риску или соответствующий аппарат управления.

В обязанности финансового менеджера входит обеспечение снижения всех видов риска, а не только финансового, поскольку между различными сферами деятельности предприятия не существует четких границ.

Риск и доход в финансовом менеджменте рассматриваются как две взаимосвязанные категории. Они могут быть ассоциированы как с каким-либо отдельным видом активов, так и с их комбинацией. От топ-менеджера, который по определению должен учитывать сопряженные с бизнесом риски, риск-менеджер отличается тем, что владеет профессиональными методами оценки и анализа рисков.

Начальник управления рисками, прежде всего менеджер, должен выстроить процедуры управления различными рисками, давать четкие задания аналитикам и технические задания программистам.

*Эффективность процесса принятия своевременных и обоснованных решений по управлению рисками* сильно зависит не только от полноты и качества данных, но и от возможностей системы по созданию отчетов и приложений различных типов для своевременного предоставления информации конечным пользователям в наиболее удобной форме.

Публикация отчетов и доступ к данным о результатах анализа рисков как внутри, так и вне организации с использованием web-технологий являются одним из самых удобных и эффективных способов предоставления информации.

ERM системы стали неотъемлемым компонентом современного бизнеса: они позволяют функции управления рисками развиваться от простого контроля отдельных позиций до фундаментального фактора повышения стоимости компании. В виду того, что интегрированный подход к риск-менеджменту требует досконального понимания основной деятельности компании и ее финансовой политики, риск менеджмент находится в сфере ответственности руководства компании. Он не может быть делегирован отдельным подразделениям. Хотя информация менеджеров бизнес-подразделений или проектов насущно необходима для осуществления риск-менеджмента, решение о том, какие риски являются существенно важными для прибыльности компании, принимается с учетом перекрестного взаимодействия рисков и подразделений, на основе чего вырабатывается стратегия управления этими рисками.

Процесс управления риском является сложной и многоуровневой процедурой, тем не менее, его можно разделить на ряд этапов в соответствии с особенностями последовательности совершаемых действий.

Выделение этих этапов является условным, потому что на практике они часто реализуются одновременно, а не последовательно, друг за другом.

***Этап I. Формирование информационной базы управления рисками предприятия.*** Особое значение формирование информационной базы принимает для управления финансовыми рисками. Ее формирование происходит в зависимости от видов и направлений финансовых операций предприятия. В состав данных информационной базы по финансовым рискам включаются данные о динамике факторов внешней финансовой среды и конъюнктуры финансовых рынков в разрезе отдельных сегментов, информация об устойчивости и платежеспособности потенциальных

дебиторов покупателей продукции, финансовом потенциале партнеров по финансовой деятельности, рейтинге банков партнеров и страховых компаний и пр. Важным является тот факт, что недостаточная или некачественная информационная база, используемая предприятием, усиливает субъективизм последующей оценки уровня рисков, а, следовательно, снижает эффективность дальнейшего риск-менеджмента.

**Этап II. Идентификация и анализ риска.** Под идентификацией и анализом риска следует понимать выявление рисков, их специфику, особенностей их реализации, включая изучение размера экономического ущерба, а так же изменение рисков во времени, степень взаимосвязи между ними и изучение факторов, влияющих на них. Без такого исследования невозможно целенаправленно и эффективно осуществлять процесс управления риском.

Для идентификации и анализа рисков риск-менеджер должен ответить на ряд вопросов, среди которых, можно назвать, например, следующие:

- В чем источник неопределенности и риска?
- К каким негативным ситуациям приведет реализация риска?
- Из каких источников может быть получена информация о риске?
- Как различные риски влияют друг на друга?

Идентификация рисков предприятия должна осуществляться по следующим стадиям:

*На первой стадии* идентифицируются факторы риска, связанные с деятельностью предприятия в целом. В процессе этой идентификации факторы разделяются на внешние и внутренние.

Ко внешним факторам можно отнести:

- снижение темпов экономической динамики;
- рост инфляции;
- высокая колеблемость процентных ставок и валютных курсов на финансовых рынках;

- высокая колеблемость цен на реализуемую продукцию или исходное сырье;

- форс-мажорные обстоятельства; Ко внутренним факторам относятся:
- высокая доля заемных средств в общем объеме финансовых ресурсов;
- недостаточный удельный вес ликвидных активов;
- несбалансированность отдельных видов денежных потоков;
- недостаточность информационной базы;
- недостаточность квалификации менеджеров;
- высокая доля плохой дебиторской задолженности.

*На второй стадии* в разрезе каждого вида деятельности (отдельных видов операций) определяются присущие им внешние или систематические риски. На третьей стадии определяется перечень специфических рисков, присущих отдельным видам деятельности (риск снижения финансовой устойчивости, риск ликвидности, кредитный риск дебиторов и т.д.) На четвертой стадии формируется предполагаемый портфель рисков, связанных с предстоящей деятельностью предприятия, включая как систематические, так и специфические риски. На пятой стадии, на базе созданного портфеля определяются сферы наиболее рискованных видов и направлений финансовой и инвестиционной деятельности по критерию величины генерируемых ими убытков.

**Этап III. Оценка риска.** В системе риск-менеджмента этот этап представляется наиболее сложным.

*На первой стадии* определяется вероятность возможного наступления рискового события по каждому виду идентифицированных рисков в соответствии со сформированной информационной базой.

*На второй стадии* определяется размер возможного финансового ущерба при наступлении рискового события. Этот ущерб характеризует максимально возможный убыток от осуществления конкретной операции без учета возможных мероприятий по нейтрализации негативных последствий



риска. Финансовый ущерб выражается суммой потери ожидаемой прибыли, дохода или капитала.

На третьей стадии с учетом вероятности наступления рискового события и связанного с ним возможного финансового ущерба определяется исходный уровень финансового риска по отдельным видам операций.

**Этап IV. Анализ и выбор альтернативных методов управления риском.** Основная цель данного этапа заключается в исследовании тех инструментов, с помощью которых можно препятствовать реализации риска и воздействию его негативных последствий на бизнес фирмы.

Менеджер должен ответить на следующие вопросы:

- Как риск может быть снижен за счет превентивных мероприятий?
- Как можно снизить ущерб в случае реализации риска?
- За счет каких источников может быть покрыт ущерб?
- Какие методы управления риском будут наиболее эффективны при данных бюджетных и иных ограничениях?
- Как изменится совокупный риск при реализации выбранной совокупности методов управления риском?

Понятие риска является неоднозначным и существует большое число критериев для классификации риска, в результате становится обоснованным существование огромного набора возможных инструментов, методов и процедур управления риском. Выделим три основных подхода к риску (с позиции того, что с риском можно сделать вообще):

- Уклонение от риска (*Risk Elimination*) – набор мероприятий, дающих возможность полностью избежать влияния тех или иных неблагоприятных событий.

- Сокращение риска (*Risk Reduction или Risk Mitigation*) - действия, способствующие уменьшению неблагоприятных последствий риска. Данная процедура предполагает, что фирма оставляет риски на своей ответственности, поэтому ее иногда называют принятием риска на себя (*Risk Retention*).

- Передача риска (*Risk Transfer*) - совокупность мер, позволяющих переложить ответственность за снижение возможности неблагоприятных событий и возмещения связанного с ними ущерба на другого субъекта.

Этот этап предназначен для формирования политики фирмы в области борьбы с риском и неопределенностью. Необходимость подобной процедуры связана с различной результативностью методов управления риском и разным объемам ресурсов, требуемых для их реализации.

Выбор методов управления риском можно рассматривать как проблему оптимизации в условиях ограничений. Совокупность методов, выбранных на данном этапе, является программой управления риском. Она представляет собой целостное описание мероприятий, которые необходимо предпринять, их информационное и ресурсное обеспечение, критерии эффективности выполнения, систему распределения ответственности за принимаемые решения и т.д.

Такая программа является основой для дальнейшей работы в области риск-менеджмента. Процедура принятия решения в области управления риском сводится к выбору между двумя альтернативами: принятию риска или его избежанию. В отдельных случаях на предприятии может быть установлена дифференциация полномочий финансовых менеджеров различного уровня управления по принятию рисков, генерирующих различную степень угрозы финансовой безопасности предприятия.

**Этап V. Исполнение выбранного метода.** Содержание данного этапа заключается в исполнении принятых на предыдущем этапе решений о реализации тех или иных методов управления риском. В рамках этого процесса принимаются и реализуются чистые управленческие и технические решения.

Вопросы на которые должен ответить риск менеджер, носят следующий характер:

- Какие мероприятия необходимо реализовать?
- В какие сроки это должно произойти?

- Какие ресурсы и в каком объеме могут быть потрачены на осуществление данных мер?

- Кто несет ответственность за исполнение принятых решений?

Реализация методов управления риском сводится к использованию методов нейтрализации негативных последствий принятых рисков. Такая нейтрализация призвана обеспечить снижение уровня принятых рисков до его приемлемо значения. Процесс нейтрализации возможных последствий рисков заключается в разработке и осуществлению конкретных мероприятий по уменьшению вероятности возникновения отдельных видов рисков и снижению размера связанных с ними ожидаемых финансовых потерь. Эти меры предусматривают как внутренние механизмы нейтрализации, рассмотренные чуть ранее в предыдущем параграфе (такие как лимитирование, резервирование, хеджирование, самострахование и т.д.), так и внешние (такие как страхование, использование займа и т.д.)

**Этап VI. Мониторинг и контроль результатов.** Этап мониторинга и контроля может быть поделен на две составные части: мониторинг рисков и мониторинг собственно системы управления риском. Мониторинг рисков предприятия строится в разрезе следующих основных блоков:

- Мониторинг факторов, генерирующих риск;

- Мониторинг реализации мер по нейтрализации возможных негативных последствий рисков;

- Мониторинг бюджета затрат, связанных с управлением риском предприятия;

- Мониторинг осуществления рискованных операций.

Мониторинг и совершенствования систем управления риском обеспечивает обратную связь в указанной системе. Он обеспечивает гибкость и адаптивность управления риском.

В рамках этого этапа менеджер должен ответить на следующие вопросы:

- Следует ли считать систему управления риском эффективной?

- Следует ли в связи с этим внести изменения в систему управления риском?

- Все ли мероприятия, включенные в программу управления риском, сыграли свою роль в защите от неблагоприятных событий?

- Не следует заменить какие-либо меры на более эффективные?

Целью оценки эффективности проведенных мероприятий является адаптация системы управления риском к изменению условий функционирования окружающей среды и совокупности влияющих на фирму рисков.

### **Вопросы для самопроверки**

1. Понятие экономического риска
2. Понятие деловой риск,
3. Понятие финансовый риск
4. Понятие риск случайного события
5. Место экономического риска в системе финансов предприятия.
6. Понятие риск-менеджмента: влияние хеджирования на стоимость компании.
7. Риск-менеджмент компании: интегрированная система управления риском
8. Эффективность процесса принятия своевременных и обоснованных решений по управлению рискам
9. Этапы управления риском в компании

### **Тесты для контроля самостоятельной работы**

1. Рост прибыли увеличивает ценность компании, если:
  - не увеличивается риск,
  - ожидания прибыли были меньше,
  - сопровождается ростом продаж.

2. Обычно риск проекта не выше корпоративного риска, если:

- проект продолжает общее направление деятельности компании;
- проект направлен на дальнейшую диверсификацию деятельности компании;
- каждый акционер сам диверсифицирует портфель и поэтому снижает риск проекта.

3. Предположим, «стоимость под риском» (*VaR - value at risk*) составляет 5 млн руб. для временного горизонта одни сутки с вероятностью 97%. Это означает:

- вероятность потери меньше 5 млн руб. в течение суток составляет 97%,
- вероятность убытков свыше 5 млн руб. в течение ближайших суток равна 3%,
- убытки, превышающие 5 млн руб., ожидаются в среднем три раза в 100 дн. торгов.

4. Чувствительность конкретной акции к рыночным изменениям отражается:

- в показателе  $\beta$ ,
- средней рыночной доходности акции,
- премии за рыночный риск.

5. Для включения проектного риска в решение об эффективности капиталовложений наиболее часто ставка дисконтирования корректируется по риску. При этом для оценки издержек:

- и доходов проектов с более высоким риском используется более высокая процентная ставка;
- и доходов проектов с более высоким риском используется более низкая процентная ставка.

6. Нарастивание величины и доли заемных средств в структуре капитала фирмы увеличивает риск:

- собственников фирмы,
- кредиторов.

7. По сфере возникновения выделяют следующие типы рисков:

- производственный риск;
- финансовый риск;
- коммерческий риск.

8. Степень риска при принятии проектного решения зависит от:

- ставки дисконтирования
- соотношения проектируемых затрат и доходов
- распределении затрат и доходов по периодам всего перечисленного

9. При получении банковского кредита под инвестиционную программу могут возникнуть риски:

- недостаточной рентабельности вкладываемого капитала;
- несвоевременности возврата заемных средств в условиях неопределенности;-
- ошибки расчета периода окупаемости инвестиционного проекта;
- все ответы верны

10. При получении банковского кредита под инвестиционную программу могут возникнуть неопределенности:

- неопределенность в ожидаемых сроках поступлений денежных средств на счет фирмы;
- неопределенность периода погашения ссуды;
- неопределенность абсолютного количества денежных средств, уплачиваемых за использование банковского кредита;
- все ответы верны.

## Литература

1. Брейли, Ричард Принципы корпоративных финансов. Подарочное издание / Ричард Брейли , Майерс Стюарт. - М.: Олимп-Бизнес, 2018. - 978 с.
2. Варламова, Т. П. Финансовый менеджмент / Т.П. Варламова, М.А. Варламова. - М.: Дашков и Ко, 2020. - 304 с.
3. Пименов, Н. А. Управление финансовыми рисками в системе экономической безопасности : учебник и практикум / Н. А. Пименов ; под общ. ред. В. И. Авдийского. — М. : Издательство Юрайт, 2016. - 413 с
4. Солодов А.К. Основы финансового риск-менеджмента: учебник и учебное пособие // Солодов А.К. – М.: Издание Александра К. Солодова // Технический редактор Солодова Е.А.; корректор Нейц Е.А. // 2018 – 24,0 п.л., 286 стр., тираж 500 экз., типография «MasterPrint», заказ № 1370, подписано в печать 16.06.2018г // электронная сетевая книга// 4,0МБ.
5. ЭБС «Znaniум»: Финансовый менеджмент : учебник / Е.В. Лисицына, Т.В. Ващенко, М.В. Забродина ; под ред. К.В. Екимовой. - М. : ИНФРА-М, 2018. - 184 с. - (Высшее образование: Бакалавриат). Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/952263>
6. ЭБС «Znaniум « : Риск-менеджмент - основа устойчивости бизнеса : учеб. пособие /А. Н. Ряховская, О. Г. Крюкова, М. О. Кузнецова; под ред. О. Г. Крюковой. - М.: Магистр: ИНФРА-М, 2018. - 256с. - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/975577>
7. Финансовый менеджмент: учебник / Кириченко Т.Т. - М.: Дашков и К, 2018. - 484 с.: ISBN 978-5-394-01996-8 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/415005>

### **Тема 3: ТЕРМИНОЛОГИЯ И БАЗОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА**

*Целью* является определение принципов, целей и задач финансового менеджмента; анализ базовых показателей финансового менеджмента; регулирование экономической рентабельности; рассмотрение основных концепций финансового менеджмента.

#### **Вопросы**

1. Принципы, цели и задачи финансового менеджмента.
2. Базовые показатели финансового менеджмента.
3. Регулирование экономической рентабельности.
4. Концепции финансового менеджмента

#### **1. Принципы, цели и задачи финансового менеджмента**

**Финансовый менеджмент представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов предприятия и организацией оборота его денежных средств.**

Эффективное управление финансовой деятельностью предприятия обеспечивается реализацией ряда принципов, основными из которых являются:

##### **1. Интегрированность с общей системой управления предприятием.**

В какой бы сфере деятельности предприятия не принималось управленческое решение, оно прямо или косвенно оказывает влияние на формирование денежных потоков и результаты финансовой деятельности, финансовый менеджмент непосредственно связан с производственным менеджментом, инновационным менеджментом, менеджментом персонала и некоторыми другими видами функционального менеджмента. Это определяет



необходимость органической интегрированности финансового менеджмента с общей системой управления предприятием.

## **2. Комплексный характер формирования управленческих решений.**

Все управленческие решения в области формирования, распределения и использования финансовых ресурсов и организации денежного оборота предприятия теснейшим образом взаимосвязаны и оказывают прямое или косвенное воздействие на результаты его финансовой деятельности. В ряде случаев это воздействие может носить противоречивый характер. Так, например, осуществление высокодоходных финансовых инвестиций может вызвать дефицит в финансировании производственной деятельности и как следствие — существенно уменьшить размер операционной прибыли (т.е. снизить потенциал формирования собственных финансовых ресурсов). Поэтому финансовый менеджмент должен рассматриваться как комплексная управляющая система, обеспечивающая разработку взаимосвязанных управленческих решений, каждое из которых вносит свой вклад в общую результативность финансовой деятельности предприятия.

## **3. Высокий динамизм управления.**

Даже наиболее эффективные управленческие решения в области формирования и использования финансовых ресурсов и оптимизации денежного оборота, разработанные и реализованные на предприятии в предшествующем периоде, не всегда могут быть повторно использованы на последующих этапах его финансовой деятельности. Прежде всего, это связано с высокой динамикой факторов внешней среды на стадии перехода к рыночной экономике, и в первую очередь — с изменением конъюнктуры финансового рынка. Кроме того, меняются во времени и внутренние условия функционирования предприятия, особенно на этапах перехода к последующим стадиям его жизненного цикла. Поэтому финансовому менеджменту должен быть присущ высокий динамизм, учитывающий изменение факторов внешней среды, ресурсного потенциала, форм организации производственной и финансовой деятельности, финансового состояния и других параметров функционирования предприятия.

**4. Вариативность подходов к разработке отдельных управленческих решений.** Реализация этого принципа предполагает, что подготовка каждого управленческого решения в сфере формирования и использования финансовых ресурсов и организации денежного оборота должна учитывать альтернативные возможности действий. При наличии альтернативных проектов управленческих решений их выбор для реализации должен быть основан на системе критериев, определяющих финансовую идеологию, финансовую стратегию или конкретную финансовую политику предприятия. Система таких критериев устанавливается самим предприятием.

**5. Ориентированность на стратегические цели развития предприятия.** Какими бы эффективными не казались те или иные проекты управленческих решений в области финансовой деятельности в текущем периоде, они должны быть отклонены, если они вступают в противоречие с миссией (главной целью деятельности) предприятия, стратегическими направлениями его развития, подрывают экономическую фазу формирования высоких размеров собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников в предстоящем периоде.

Эффективный финансовый менеджмент, организованный с учетом изложенных принципов, позволяет формировать ресурсный потенциал высоких темпов прироста производственной деятельности предприятия, обеспечивать постоянный рост собственного капитала, существенно повышать его конкурентную позицию на товарном и финансовом рынках, обеспечивать стабильное экономическое развитие в стратегической перспективе.

С учетом содержания и принципов финансового менеджмента формируются его цели и задачи.

**Главной целью финансового менеджмента является обеспечение максимизации благосостояния собственников предприятия в текущем и перспективном периоде.** Эта цель получает конкретное выражение в обеспечении максимизации рыночной стоимости предприятия, что реализует конечные финансовые интересы его владельцев. Характеризуя общепринятую

в рыночной экономике вышеизложенную главную цель финансового менеджмента, следует отметить, что она вступает в противоречие с весьма распространенным у мнением о том, что главной целью финансовой деятельности предприятия является максимизация прибыли. Дело в том, что максимизации рыночной стоимости предприятия далеко не всегда автоматически достигается при максимизации его прибыли. Так, полученная высокая по сумме и уровню прибыль может быть полностью израсходована на цели текущего потребления, в результате чего предприятие будет лишено основного источника формирования собственных финансовых ресурсов для своего предстоящего развития (а неразвивающееся предприятие утрачивает в перспективе достигнутую конкурентную позицию на рынке, сокращает потенциал сформированных собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников, что в конечном итоге приводит к снижению его рыночной стоимости. Кроме того, высокий уровень прибыли предприятия может достигается при соответственно высоком уровне финансового риска и угроз банкротства в последующем периоде, что также может обусловить снижение его рыночной стоимости. Поэтому в рыночных условиях максимизация прибыли может выступать как одна из важных задач финансового менеджмента, но не как главная его цель.

В процессе реализации своей главной цели финансовый менеджмент направлен на решение следующих основных задач:

**1. Обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов в соответствии с задачами развития предприятия в предстоящем периоде.** Эта задача реализуется путем определения общей потребности в финансовых ресурсах предприятия на предстоящий период, максимизации объема привлечения собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников, определения целесообразности формирования собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников, управления привлечением заемных финансовых средств, оптимизации структуры источников формирования ресурсного финансового потенциала.

**2. Обеспечение наиболее эффективного использования сформированного объема финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности предприятия.** Оптимизация распределения сформированного объема финансовых ресурсов предусматривает установление необходимой пропорциональности в их использовании на цели производственного и социального развития предприятия, выплаты необходимого уровня доходов на инвестированный капитал собственникам предприятия и т.п. В процессе производственного потребления сформированных финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности предприятия должны быть учтены стратегические цели развития и возможный уровень отдачи вкладываемых средств.

**3. Оптимизация денежного оборота.** Эта задача решается путем эффективного управления денежными потоками предприятия в процессе кругооборота его денежных средств, обеспечением синхронизации объемов поступления и расходования денежных средств по отдельным периодам, поддержанием необходимой ликвидности его оборотных активов. Одним из результатов такой оптимизации является минимизация среднего остатка свободных денежных активов, обеспечивающая снижение потерь от их неэффективного использования и инфляции.

**4. Обеспечение максимизации прибыли предприятия при предусматриваемом уровне финансового риска.** Максимизация прибыли достигается за счет эффективного управления активами предприятия, вовлечения в хозяйственный оборот заемных финансовых средств, выбора наиболее эффективных направлений операционной и финансовой деятельности. При этом, для достижения целей экономического развития предприятие должно стремиться максимизировать не балансовую, а чистую прибыль, остающуюся в его распоряжении, что требует осуществления эффективной налоговой, амортизационной и дивидендной политики. Решая эту задачу, необходимо иметь в виду, что максимизация уровня прибыли предприятия достигается, как правило, при существенном возрастании уровня

финансовых рисков, так как между этими двумя показателями существует прямая связь. Поэтому максимизация прибыли должна обеспечиваться в пределах допустимого финансового риска, конкретный уровень которого устанавливается собственниками или менеджерами предприятия с учетом их финансового менталитета (отношения к степени допустимого риска при осуществлении хозяйственной деятельности).

**5. Обеспечение минимизации уровня финансового риска при предусматриваемом уровне прибыли.** Если уровень прибыли предприятия задан или спланирован заранее, важной задачей является снижение уровня финансового риска, обеспечивающего получение этой прибыли. Такая минимизация может быть обеспечена путем диверсификации видов операционной и финансовой деятельности, а также портфеля финансовых инвестиций; профилактикой и избеганием отдельных финансовых рисков, эффективными формами их внутреннего и внешнего страхования.

**6. Обеспечение постоянного финансового равновесия предприятия в процессе его развития.** Такое равновесие характеризуется высоким уровнем финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия на всех этапах его развития и обеспечивается формированием оптимальной структуры капитала и активов, эффективными пропорциями в объемах формирования финансовых ресурсов за счет различных источников, достаточным уровнем самофинансирования инвестиционных потребностей.

Все рассмотренные задачи финансового менеджмента теснейшим образом взаимосвязаны, хотя отдельные из них и носят разнонаправленный характер (например, обеспечение максимизации суммы прибыли при минимизации уровня финансового риска; обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов и постоянного финансового равновесия предприятия в процессе его развития и т.п.). Поэтому в процессе финансового менеджмента отдельные задачи должны быть оптимизированы между собой для наиболее эффективной реализации его главной цели.

## 2. Базовые показатели финансового менеджмента

Здесь мы ознакомимся с принятой во всем мире предпринимательской терминологией и внутрифирменной системой показателей. Без этого нельзя говорить с иностранными партнерами, а также можно лишиться возможности приобщиться к ценнейшему опыту финансового менеджмента, накопленному западными промышленниками и банкирами за многовековую историю рыночной цивилизации. Итак, четыре основных показателя, используемых уже не только в западной, но и в отечественной практике.

**Добавленная стоимость (ДС)** Если из стоимости продукции, произведенной, а не только реализованной предприятием за тот или иной период (включая увеличение запасов готовой продукции и незавершенное производство), вычесть стоимость потребленных материальных средств производства (сырья, энергии и пр.) и услуг других организаций, то получится стоимость, которую действительно добавили к стоимости сырья, энергии, услуг. Величина добавленной стоимости свидетельствует о масштабах деятельности предприятия и о его вкладе в создание национального богатства. Вычтем из добавленной стоимости НДС и перейдем к конструированию следующего показателя.

**Брутто-результат эксплуатации инвестиций (БРЭИ)** Вычтем из ДС расходы по оплате труда и все связанные с ней обязательные платежи предприятия (по соц. страхованию, пенсионному обеспечению и т.д.), а также все налоги и налоговые платежи предприятия, кроме налога на прибыль – получим **БРЭИ**. БРЭИ используется в финансовом менеджменте как один из основных промежуточных результатов финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Представляя собой, прибыль до вычета амортизационных отчислений, финансовых издержек по заемным средствам и налога на прибыль, величина БРЭИ является первым показателем достаточности средств на покрытие всех расходов (налоги – те же расходы). Более того, по удельному весу БРЭИ в ДС можно судить об эффективности

управления предприятием и составить общее представление о потенциальной рентабельности и гибкости предприятия.

**Нетто-результат эксплуатации инвестиций (НРЭИ) или прибыль до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль.** Из БРЭИ вычтем все затраты на восстановление основных средств это и будет нетто-результат эксплуатации инвестиций. По существу, этот экономический эффект, снимаемый предприятием с затрат, представляет собой прибыль до уплаты процентов за кредиты и займы и налога на прибыль. Поэтому на практике для быстроты расчетов можно принимать НРЭИ балансовую прибыль (БП), восстановленную до нетто-результата эксплуатации инвестиций прибавления процентов за кредиты, относимых на себестоимость продукции, работ, услуг. Таким способом можно избежать двойного счета процентов, так как часть их, относимая по действующему законодательству на чистую прибыль, остающуюся в распоряжении предприятия, содержится в самой балансовой прибыли.

**Экономическая рентабельность (ЭР) активов**, или, то же что, **экономическая рентабельность всего капитала предприятия**, т.е. суммы его собственных и заемных средств. Мы будем пользоваться показателем, основанным на наиболее общей формуле рентабельности производства, характеризующей эффективность затрат и вложений:

$$\frac{\text{ЭФФЕКТ ПРОИЗВОДСТВА}}{\text{ЗАТРАТЫ И ВЛОЖЕНИЯ}} \times 100\%$$

Что подставить в числитель этой формулы, конечно, уже понятно – (НРЭИ). А в знаменатель, помня, что именно в активе баланса предприятия отражены направления расходования и вложения средств подставим объем актива:

$$\text{ЭР} = \frac{\text{НРЭИ}}{\text{АКТИВ}} \times 100 = \frac{\text{БП} + \text{ПРОЦЕНТЫ за кредит, относимые на себестоимость}}{\text{АКТИВ}} \times 100$$

Поскольку актив и пассив равен, а последний представляет собой совокупность собственных средств и заимствований,

$$\begin{aligned} \text{ЭР} &= \frac{\text{НРЭИ}}{\text{АКТИВ}} \times 100 = \frac{\text{НРЭИ}}{\text{ПАССИВ}} \times 100 = \\ &= \frac{\text{НРЭИ}}{\text{Собственные средства} + \text{Заемные средства}} \times 100 = \\ &= \frac{\text{НРЭИ}}{\text{Совокупный капитал предприятия}} \times 100 \end{aligned}$$

ЭР – жизненно важный показатель для предприятия, ведь достаточный уровень экономической рентабельности – свидетельство нынешних и залог будущих успехов.

Преобразуем формулу экономической рентабельности, умножив ее на  $\text{ОБОРОТ}/\text{ОБОРОТ}=1$ . От такой операции величина рентабельности не изменится, зато появятся два важнейших элемента рентабельности: **коммерческая маржа и коэффициент трансформации (КТ)**.

$$\text{ЭР} = \frac{\text{НРЭИ}}{\text{АКТИВ}} \times \frac{\text{ОБОРОТ}}{\text{ОБОРОТ}} \times 100 = \frac{\text{НРЭИ}}{\text{ОБОРОТ}} \times 100 \times \frac{\text{ОБОРОТ}}{\text{АКТИВ}}$$

Коммерческая маржа показывает, какой результат эксплуатации дают каждые 100 руб. оборота (обычно КМ выражают в процентах). По существу, это экономическая рентабельность оборота или рентабельность продаж, рентабельность реализованной продукции. У предприятий с высоким уровнем прибыли КМ превышает 20 и более 30%, у других едва достигает 3-5%.

КТ показывает, сколько рублей оборота снимается с каждого рубля актива, т.е. в какой оборот трансформируется каждый рубль актива. КТ можно также воспринимать как оборачиваемость активов. В такой трактовке КТ показывает, сколько раз за данный период оборачивается каждый рубль активов.



Часто используемый в практической работе вариант: берем показатель чистой рентабельности (прибыльности) активов (ПРИБЫЛЬ ПОСЛЕ УПЛАТЫ НАЛОГА/АКТИВ) и умножаем на ОБОРОТ/ОБОРОТ = 1.

Получаем:

ЧИСТАЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКТИВОВ = ЧИСТАЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ (ПРИБЫЛЬНОСТЬ) ОБОРОТА x ЧИСТАЯ ОБОРАЧИВАЕМОСТЬ АКТИВОВ

Таким образом, мы вновь приходим к формуле Дюпона. Эта формула позволяет определить, какие факторы в наибольшей степени повлияли на чистую рентабельность активов.

У формулы Дюпона есть и весьма полезная модификация, вводящая в анализ показатель чистой рентабельности (прибыльности, доходности) акционерного капитала. Это частное от деления чистого дохода (чистой прибыли) по обыкновенным акциям на сумму акционерного капитала:

$$\begin{aligned} \text{ЧИСТАЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА} &= \\ &= \frac{\text{ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ}}{\text{АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ}} = \\ &= \frac{\text{ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ}}{\text{ОБОРОТ}} \times \frac{\text{ОБОРОТ}}{\text{АКТИВ}} \times \frac{\text{АКТИВ}}{\text{АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ}} \times 100. \end{aligned}$$

При сильном возрастании чистой рентабельности акционерного капитала по этой формуле можно определить, за счет чего это произошло: благодаря увеличению чистой прибыли на каждый рубль оборота? за счет более эффективного использования активов? за счет изменения или более рационального использования акционерного капитала? за счет сопряженного воздействия этих факторов? и т. д.

Кстати говоря, сомножитель АКТИВ/АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ показывает, во сколько раз чистая рентабельность акционерного капитала при

использовании кредита оказывается больше, чем чистая рентабельность акционерного капитала в варианте опоры лишь на самофинансирование.

Совершенно очевидно, что достижение значительного оборота свидетельствует о немалом успехе предприятия. Но какой ценой достигается этот успех? Если, например, для получения 5 млн. руб. НРЭИ на 50 млн. руб. оборота задействуется 100 млн. руб. активов, то вполне приличный уровень КМ ( $5 \text{ млн. руб.} : 50 \text{ млн. руб.} \times 100 = 10\%$ ) сводится на нет неблагоприятным значением КТ ( $50 \text{ млн. руб.} : 100 \text{ млн. руб.} = 0,5$ ). Получается, что на каждый рубль оборота приходится положить по 2 рубля актива. Экономическая рентабельность такого предприятия составляет всего  $(10\% \times 0,5) = 5\%$ .

### **3. Регулирование экономической рентабельности**

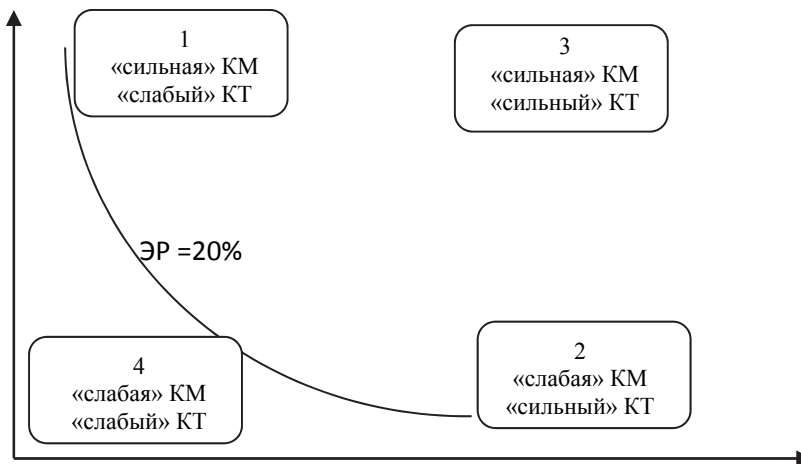
**Регулирование экономической рентабельности сводится к воздействию на обе ее составляющие: и коммерческую маржу, и коэффициент трансформации.**

На КМ влияют такие факторы, как ценовая политика, объем и структура затрат. КТ складывается под воздействием отраслевых условий деятельности, а также экономической стратегии самого предприятия. При наращивании оборота удается увеличить ЭР только тогда, когда под возросший оборот подставляют «нераздутые» активы, и НРЭИ начинает расти быстрее оборота.

В анализе факторов изменения рентабельности главное – решить вопрос, какой из показателей: коммерческая маржа или коэффициент трансформации изменяется сильнее и быстрее, оказывая тем самым более мощное воздействие на общий уровень ЭР активов. Обратимся к условному примеру (Рис.1)

Идеальная позиция тяготеет к зоне 3, но на практике соединить высокую КМ с высоким КТ бывает очень трудно, т.к. при наращивании оборота КТ увеличивается, а КМ снижается, если только НРЭИ не возрастает быстрее оборота. У большинства предприятий показатели располагаются между

зонами 1 и 2. При этом любое снижение к 4 зоне опасно, т.к. грозит падением ЭР.



*Рис. 1. Экономическая рентабельность как произведение коммерческой маржи (КМ) и коэффициенты трансформации (КТ)*

Для предприятия всегда важно выбрать отрасль, сферу деятельности. Действительно, различия в фондоемкости и ценовые факторы могут оказать решающее влияние на уровень экономической рентабельности.

Но, независимо от отраслевой принадлежности, предприятия располагают все-таки определенной свободой маневра, чтобы усилить КМ (воздействуя на себестоимость, снижая расходы по реализации продукции, упорядочивая административно-управленческие расходы) и улучшить КТ.

Четырех базовых показателей финансового менеджмента достаточно, чтобы переступить к рассмотрению множества феноменов жизни предприятия. Но нужно учесть некоторые нюансы:

1. Анализ обычно проводится за какой-то период по отчетности, составленной на определенную дату, но на протяжении этого периода объем баланса и его статьи претерпевают колебания, иногда весьма значительные. Поэтому нужно рассчитывать среднехронологические величины.
2. Также при расчете эффекта финансового рычага нужно помнить, что часть расходов предприятия покрывается за счет средств, уже или еще не

принадлежащих ему, но находящихся в его хозяйственном обороте – из предоплаты, задолженности работникам по оплате труда, задолженности во внебюджетные фонды, по налогам и т.д., т.е. кредиторской задолженности. А она для предприятия бесплатна. Поэтому ее нужно исключить из анализа, если в нем участвует эффект финансового рычага.

#### **4. Концепции финансового менеджмента**

Финансовый менеджмент базируется на ряде взаимосвязанных фундаментальных концепций, развитых в рамках теории финансов. **Концепция** (от лат. *conceptio* — понимание, система) представляет собой определенный способ понимания и трактовки какого-либо явления. С помощью концепции или системы концепций выражается основная точка зрения на данное явление, задаются некоторые конструктивистские рамки, определяющие сущность и направления развития этого явления.

В финансовом менеджменте основополагающими являются следующие концепции:

1. денежного потока,
2. временной ценности денежных ресурсов,
3. компромисса между риском и доходностью,
4. стоимости капитала,
5. эффективности рынка капитала,
6. асимметричности информации,
7. агентских отношений,
8. альтернативных затрат,
9. временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта.

Дадим краткую их характеристику.

Одним из основных разделов работы финансового менеджера является выбор вариантов целесообразного вложения денежных средств. В частности,

это делается в рамках анализа инвестиционных проектов, в основе которого лежит количественная оценка связанного с проектом денежного потока как совокупности генерируемых этим проектом притоков и оттоков денежных средств в разрезе выделенных временных периодов.

1. **Концепция денежного потока** предполагает а) идентификацию денежного потока, его продолжительность и вид; б) оценку факторов, определяющих величину его элементов; в) выбор коэффициента дисконтирования, позволяющего сопоставлять элементы потока, генерируемые в различные моменты времени; г) оценку риска, связанного с данным потоком и способ его учета.

2. **Временная ценность** является объективно существующей характеристикой денежных ресурсов. Смысл ее состоит в том, что денежная единица, имеющаяся сегодня, и денежная единица, ожидаемая к получению через какое-то время, не равноценны. Эта неравноценность определяется действием трех основных причин: инфляцией, риском неполучения ожидаемой суммы и оборачиваемостью.

Инфляция присуща практически любой экономике, причем бытовавшее в нашей стране в течение многих лет сугубо негативное отношение к этому процессу не вполне корректно. Происходящее в условиях инфляции перманентное обесценение денег, вызывает, с одной стороны, естественное желание их куда-либо вложить, т.е. в известной мере стимулирует инвестиционный процесс, а, с другой стороны, как раз отчасти и объясняет, почему различаются деньги, имеющиеся в наличии и ожидаемые к получению.

Вторая причина различия - риск неполучения ожидаемой суммы - также достаточно очевидна. Любой договор, согласно которому в будущем ожидается поступление денежных средств, имеет ненулевую вероятность быть неисполненным вовсе или исполненным частично.

Третья причина - оборачиваемость - заключается в том, что денежные средства, как и любой актив, должны с течением времени генерировать доход

по ставке, которая представляется приемлемой владельцу этих средств. В этом смысле сумма, ожидаемая к получению через некоторое время, должна превышать аналогичную сумму, которой располагает инвестор в момент принятия решения, на величину приемлемого дохода.

Поскольку решения финансового характера с необходимостью предполагают сравнение, учет и анализ денежных потоков, генерируемых в разные периоды времени, для финансового менеджера концепция временной ценности денег имеет особое значение.

**3. Концепция компромисса между риском и доходностью** состоит в том, что получение любого дохода в бизнесе чаще всего сопряжено с риском, причем связь между этими двумя взаимосвязанными характеристиками прямо пропорциональная: чем выше требуемая или ожидаемая доходность, т.е. отдача на вложенный капитал, тем выше и степень риска, связанного с возможным неполучением этой доходности; верно и обратное. Безусловно, в финансовом менеджменте могут ставиться и решаться различные задачи, в том числе и предельного характера, например максимизация доходности или минимизация риска, однако чаще всего речь идет о достижении разумного соотношения между риском и доходностью.

Категория риска в финансовом менеджменте принимается во внимание в различных аспектах: в приложении к оценке инвестиционных проектов, формированию инвестиционного портфеля, выбору тех или иных финансовых инструментов, принятию решений по структуре капитала, обоснованию дивидендной политики, оценке структуры затрат и др.

**4. Деятельность** любой компании возможна лишь при наличии источников ее финансирования. Они могут различаться по своей экономической природе, принципам и способам возникновения, способам и срокам мобилизации, продолжительности существования, степени управляемости, привлекательности с позиции тех или иных контрагентов и т.п. Однако, вероятно, наиболее важной характеристикой источников средств является *стоимость капитала*. Смысл концепции стоимости капитала состоит в том,

что обслуживание того или иного источника обходится компании не одинаково. Каждый источник финансирования имеет свою стоимость, например, за банковский кредит нужно платить проценты, причем соответствующие расходы могут иметь и стохастическую природу (например, стоимость источника «облигационный заем» с плавающей купонной ставкой). Стоимость капитала показывает минимальный уровень дохода, необходимого для покрытия затрат по поддержанию данного источника и позволяющего не оказаться в убытке. Не случайно количественная оценка стоимости капитала имеет ключевое значение в анализе инвестиционных проектов и выборе альтернативных вариантов финансирования деятельности компании.

5. В условиях рыночной экономики большинство компаний в той или иной степени связано с рынком капитала. Крупные компании и организации выступают там и в роли кредиторов, и в роли инвесторов, участие мелких фирм чаще всего ограничивается решением краткосрочных задач инвестиционного характера. В любом случае принятие решений и выбор поведения на рынке капитала, равно как и активность операций, тесно связаны с **концепцией эффективности рынка**. Логика подобных операций такова. Объем сделок по покупке или продаже ценных бумаг зависит от того, насколько точно текущие цены соответствуют внутренним стоимостям. Цена зависит от многих факторов, в том числе и от информации. Предположим, что на рынке, находившемся в состоянии равновесия, появилась новая информация о том, что цена акций некоторой компании занижена. Это приведет к немедленному повышению спроса на акции и последующему росту цены до уровня, соответствующего внутренней стоимости этих акций. Насколько быстро информация отражается на ценах и характеризуется уровнем эффективности рынка.

Прежде всего подчеркнем, что в приложении к рынку капитала термин «эффективность» понимается не в экономическом, а в информационном плане, т.е. степень эффективности рынка характеризуется уровнем его информационной насыщенности и доступности информации участникам

рынка. В научной литературе рассматриваемая концепция известна как *гипотеза эффективности рынка* (*Efficient Market Hypothesis, EMH*).

Согласно этой гипотезе при полном и свободном доступе участников рынка к информации цена акции на данный момент является лучшей оценкой ее реальной стоимости. В условиях эффективного рынка любая новая информация по мере ее поступления немедленно отражается на ценах на акции и другие ценные бумаги. Более того, эта информация поступает на рынок случайным образом, т.е. нельзя заранее предсказать, когда она поступит и в какой степени будет полезна.

**6. Концепция асимметричной информации** тесно связана с концепцией эффективности рынка капитала. Смысл ее состоит в том, что отдельные категории лиц могут владеть информацией, недоступной всем участникам рынка в равной мере. Если такое положение имеет место, говорят о наличии асимметричной информации. Носителями конфиденциальной информации чаще всего выступают менеджеры и отдельные владельцы компаний. Эта информация может использоваться ими различными способами в зависимости от того, какой эффект, положительный или отрицательный, может иметь ее обнаружение.

В известной мере асимметричность информации способствует и существованию собственно рынка капитала. Каждый потенциальный инвестор имеет собственное суждение по поводу соответствия цены и внутренней стоимости ценной бумаги, базирующееся чаще всего на убеждении, что именно он владеет некоторой информацией, возможно, недоступной другим участникам рынка. Чем большее число участников придерживается такого мнения, тем более активно осуществляются операции купли/продажи. Без особого преувеличения можно утверждать, что достижение абсолютной информационной симметрии, поэтому равносильно подписанию смертного приговора фондовому рынку.

Рынок капитала в принципиальном плане не слишком отличается от рынка товаров, однако некоторая информационная асимметрия является его



непременным атрибутом, определяющим его специфику, поскольку этот рынок как никакой другой весьма чувствителен к новой информации. При определенных обстоятельствах влияние информации может иметь цепной характер и приводить к катастрофическим последствиям.

**7. Концепция агентских отношений** становится актуальной в условиях рыночных отношений по мере усложнения форм организации бизнеса. Большинству фирм, по крайней мере тем, которые определяют экономику страны, в той или иной степени присущ разрыв между функцией владения и функцией управления и контроля, смысл которого состоит в том, что владельцы компании вовсе не обязаны вникать в тонкости текущего управления ею. Интересы владельцев компании и ее управленческого персонала могут совпадать далеко не всегда; особенно это связано с анализом альтернативных решений, одно из которых обеспечивает сиюминутную прибыль, а второе - рассчитано на перспективу. Выделяют и более дробные классификации конфликтующих подгрупп управленческих работников, каждая из которых отдает приоритет своим групповым интересам. Чтобы в известной степени нивелировать возможные противоречия между целевыми установками конфликтующих групп и, в частности, ограничить возможность нежелательных действий менеджеров исходя из собственных интересов, владельцы компании вынуждены нести так называемые агентские издержки.

**8. Одной из ключевых концепций в финансовом менеджменте является концепция альтернативных затрат, или затрат упущенных возможностей (opportunity cost).** Смысл ее состоит в следующем. Принятие любого решения финансового характера в подавляющем большинстве случаев связано с отказом от какого-то альтернативного варианта. Например, можно осуществлять транспортировку произведенной продукции собственным транспортом, а можно прибегнуть к услугам специализированных организаций. В этом случае решение принимается в результате сравнения альтернативных затрат, выражаемых чаще всего в виде относительных показателей.

Концепция альтернативных затрат играет весьма важную роль в оценке вариантов возможного вложения капитала, использования производственных мощностей, выбора вариантов политики кредитования покупателей и др. Альтернативные затраты, называемые также ценой шанса, или ценой упущенных возможностей, представляют собой доход, который могла бы получить компания, если бы предпочла иной вариант использования имевшихся у нее ресурсов.

Следует отметить, что расчет альтернативных затрат субъективен во всех отношениях. Так, в некоторых ситуациях альтернативные затраты приходится считать различными способами, при этом совпадение результатов расчетов достигается лишь теоретически.

Особенно ярко концепция альтернативных затрат проявляется при организации систем управленческого контроля. С одной стороны, любая система контроля стоит определенных денег, т.е. связана с затратами, которых в принципе можно избежать; с другой стороны, отсутствие систематизированного контроля может привести к гораздо большим потерям.

**9. Концепция временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта** имеет огромное значение не только для финансового менеджмента, но и для бухгалтерского учета. Смысл ее состоит в том, что компания, однажды возникнув, будет существовать вечно. Безусловно, эта концепция в известном смысле умозрительна и условна, ибо все имеет свое начало и свой конец и, кроме того, уставными документами может предусматриваться вполне ограниченный срок функционирования конкретного предприятия. В любой стране ежегодно создается и одновременно ликвидируется достаточно большое число различных компаний; тем не менее в данном случае речь идет не о каком-то конкретном предприятии, а об идеологии развития экономики путем создания самостоятельных конкурирующих между собой фирм. Действительно, если бы эта концепция была неверна в целом, т.е. в отношении подавляющего числа компаний, то, во-первых, необходимо было бы постоянно использовать

текущие рыночные оценки для составления отчетности, во-вторых, компаниям было бы практически невозможно мобилизовать источники на рынке капитала и, в-третьих, фактически была бы подорвана идея равновесного рынка ценных бумаг, поскольку в ее основе лежат множественные расчеты теоретической стоимости финансовых активов исходя из прогнозных оценок генерируемых ими доходов. Следует отметить, что концепция временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта в явной или неявной форме предусматривается и основными нормативными документами, регулирующими ведение бизнеса в России; для примера упомянем о Федеральном законе «Об акционерных обществах», где в статье 2 сказано, что «общество создается без ограничения срока, если иное не установлено его уставом».

Даже краткая характеристика рассмотренных концепций позволяет получить представление об их исключительной важности. Знание их сути и взаимосвязи необходимо для принятия обоснованных решений в отношении управления финансами компании.

### **Вопросы для самопроверки**

1. Принципы финансового менеджмента
2. Цель финансового менеджмента
3. Задачи финансового менеджмента.
4. Базовые показатели финансового менеджмента.
5. Регулирование экономической рентабельности.
6. Основные концепции финансового менеджмента

### **Тесты для контроля самостоятельной работы**

1. Уровень риска потери прибыли больше, если:
  - снижается натуральный объем продаж и одновременно растут цены
  - растет натуральный объем продаж и одновременно снижаются цены
  - снижаются цены и натуральный объем продаж

2. Выручка от реализации продукции (работ, услуг), распределяется на возмещение материальных затрат и ...

- фонд развития производства
- прибыль предприятия
- заработную плату с социальными отчислениями

3. Сумма продаваемой фактор-фирме дебиторской задолженности ... поступающих в оборот предприятия средств

- меньше суммы
- равна сумме
- больше суммы

4. Статьи баланса, обычно изменяющиеся пропорционально увеличению объема реализации.

- отложенные к выплате налоги
- дебиторская задолженность
- векселя к оплате в банках
- задолженность по оплате труда
- облигации

5. Сегодняшний рубль стоит:

- больше завтрашнего
- столько же
- сколько и завтра
- меньше завтрашнего

6. Годовая номинальная ставка банковского процента ... годовой фактической ставки

- равна

- меньше
- больше

7. Дисконтирование это:

- определение будущей стоимости сегодняшних денег
- определение текущей стоимости будущих денежных средств
- учет инфляции

8. Ставка дисконта тем выше, чем выше индекс инфляции

- да
- нет

### **Литература**

1. Брейли, Ричард Принципы корпоративных финансов. Подарочное издание / Ричард Брейли, Майерс Стюарт. - М.: Олимп-Бизнес, 2018. - 978 с.
2. Варламова, Т. П. Финансовый менеджмент / Т.П. Варламова, М.А. Варламова. - М.: Дашков и Ко, 2020. - 304 с.
3. Воронина, М. В. Финансовый менеджмент : учебник для бакалавров / М. В. Воронина. - 2-е изд., стер. - Москва : Издательско-торговая корпорация «Дашков и К<sup>о</sup>», 2020. - 384 с.- ISBN 978-5-394-03552-4.
4. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник. / Под ред. Е.С. Стояновой. - 4-изд., перераб. и доп. - М.: Перспектива, 2009,- 656 с.
5. Финансовый менеджмент: учебник / Кириченко Т.Т. - М.: Дашков и К, 2018. - 484 с.: ISBN 978-5-394-01996-8 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/415005>
6. ЭБС «Znanium»: Финансовый менеджмент : учебник / Е.В. Лисицына, Т.В. Ващенко, М.В. Забродина ; под ред. К.В. Екимовой. - М. : ИНФРА-М, 2018. - 184 с. - (Высшее образование: Бакалавриат). Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/952263>

7. ЭБС «Znanium « : Риск-менеджмент - основа устойчивости бизнеса : учеб. пособие /А. Н. Ряховская, О. Г. Крюкова, М. О. Кузнецова; под ред. О. Г. Крюковой. - М.: Магистр: ИНФРА-М, 2018. - 256с. - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/975577>

8. ЭБ «Труды ученых СтГАУ»: Финансовый менеджмент [электронный полный текст] : учебник / Л. А. Латышева, Ю. М. Складорова, И. Ю. Складоров, С. В. Фролко, А. Я. Глушко, Л. В. Кулешова, Т. В. Скребцова, С. Ю. Шамрина, Н. В. Собченко, П. В. Нестеренко, Т. Н. Башкатова, Т. Н. Урядова, Е. И. Капустина ; под общ. ред. Л. А. Латышевой ; СтГАУ. - Москва - Ставрополь : Миракль, 2016. - 2,27 МБ.

## **Тема 4: ЭФФЕКТ ФИНАНСОВОГО И ОПЕРАЦИОННОГО РЫЧАГОВ И ОЦЕНКА СОВОКУПНОГО РИСКА**

*Целью* является рассмотрение первого способа расчета эффекта финансового рычага; второго способа расчета эффекта финансового рычага; классификации затрат предприятия и расчет силы воздействия операционного рычага; а также взаимодействие финансового и операционного рычагов и оценки совокупного риска.

### **Вопросы**

1. Первый способ расчета эффекта финансового рычага
2. Второй способ расчета эффекта финансового рычага
3. Классификация затрат предприятия и сила воздействия операционного рычага
4. Расчет порога рентабельности и запаса финансовой прочности
5. Взаимодействие финансового и операционного рычагов и оценка совокупного риска

### **1. Первый способ расчета эффекта финансового рычага**

В финансовом менеджменте рычаг (леверидж) говорит о том, что небольшое изменение некоего фактора (привлечение заемных средств) приводит к значительному изменению результата: рентабельности собственных средств.

**Финансовый рычаг – это инструмент регулирования пропорций собственного и заемного капитала с целью максимизации рентабельности собственных средств.**

Возьмем два предприятия с одинаковым уровнем рентабельности, например, 20%. Единственное различие между этими предприятиями состоит

в том, что одно из них (А) не пользуется кредитами и не выпускает облигаций, а другое (Б) привлекает в той или иной форме заемные средства.

У предприятия А: актив – 1000 тыс. руб.; пассив – 1 000 тыс. руб. собственных средств.

У предприятия Б: актив – 1 000 тыс. руб.; пассив – 500 тыс. руб. собственных и 500 тыс. руб. заемных средств.

Нетто-результат эксплуатации инвестиций у обоих предприятий одинаковый: 200 тыс. руб.

Если эти предприятия не платят налогов, то выходит, что предприятие А получает 200 тыс. руб. исключительно благодаря эксплуатации собственных средств, которые покрывают весь актив. Рентабельность (отдача) собственных средств такого предприятия составит:

$$200 \text{ тыс. руб.} : 1000 \text{ тыс. руб.} * 100 = 20\%.$$

Предприятие Б из этих же самых 200 тыс. руб. должно сначала выплатить проценты по задолженности, а также, возможно, понести дополнительные расходы, связанные со страхованием залога и т.п. При условной средней процентной ставке 15% эти финансовые издержки составят 75 тыс. руб. (15% от 500 тыс. руб.). Рентабельность собственных средств (РСС) предприятия Б будет, т.о., равна:

$$125 \text{ тыс. руб.} : 500 \text{ тыс. руб.} * 100 = 25\%.$$

Итак, при одинаковой экономической рентабельности в 20% налицо различная рентабельность собственных средств, получаемая в результате иной структуры финансовых источников. Эта разница в пять % и есть **уровень эффекта финансового рычага (ЭФР)**.

**Эффект финансового рычага – это приращение к рентабельности собственных средств, получаемое благодаря использованию кредита, несмотря на платность последнего.**

Введем в расчеты налогообложение прибыли по условной ставке 1/5 (Таблица 1.)



Видим, что у предприятия Б чистая рентабельность собственных средств на 4,0 % выше, чем у предприятия А, только лишь за счет иной финансовой структуры пассива.

Таблица 1- Расчет чистой рентабельности собственных средств

Показатели	Предприятие	
	А	Б
НРЭИ, тыс. руб. -	200	200
- Фин. издержки по заемным ср-вам, тыс. руб.	–	75
= прибыль, подлежащая налогооблож., тыс. руб.	200	125
- Налог на прибыль, тыс. руб. (ставка 1/5)=	40	25
= Чистая прибыль, тыс. руб.	160	100
Чистая рентабельность собственных средств, %	$160 : 1\ 000 * 100 = 16,0\%$	$100 : 500 * 100 = 20,0\%$

Сделаем предварительные выводы:

– Предприятие, использующее только собственные средства, ограничивает их рентабельность примерно четырьмя пятыми экономической рентабельности:  $RCC = 4/5 \text{ЭР}$ .

– Предприятие, использующее кредит, увеличивает либо уменьшает рентабельность собственных средств, в зависимости от соотношения собственных и заемных средств в пассиве и от величины процентной ставки. Тогда и возникает эффект финансового рычага:

$$RCC = 4/5 \text{ЭР} + \text{ЭФР}$$

Управление формированием прибыли предполагает применение соответствующих организационно-методических систем, знание основных механизмов формирования прибыли и современных методов ее анализа и планирования. При использовании банковского кредита или эмиссии долговых ценных бумаг процентные ставки и сумма долга остаются постоянными в течение срока действия кредитного договора или срока обращения ценных бумаг. Затраты, связанные с обслуживанием долга, не зависят от объема производства и реализации продукции, но

непосредственно влияют на величину прибыли, остающейся в распоряжении предприятия. Так как проценты по банковским кредитам и долговым ценным бумагам относят на затраты предприятий (операционные расходы), то использование долга в качестве источника финансирования обходится предприятию дешевле, чем другие источники, выплаты по которым производятся из чистой прибыли (например, дивиденды по акциям). Однако увеличение доли заемных средств в структуре капитала повышает степень риска неплатежеспособности предприятия. Это должно быть учтено при выборе источников финансирования.

Необходимо определить рациональное сочетание между собственными и заемными средствами и степень его влияния на прибыль предприятия. Одним из основных механизмов реализации этой цели является финансовый рычаг.

*Финансовый рычаг (леверидж)* характеризует использование предприятием заемных средств, которое влияет на величину рентабельности собственного капитала. Финансовый рычаг представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме используемого предприятием капитала, позволяющий ему получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

Эффект возникает из-за расхождения между экономической рентабельностью и «ценой» заемных средств – средней расчетной ставкой процента (СРСП). Иными словами предприятие должно наработать такую экономическую рентабельность, чтобы средств хватило по крайней мере для уплаты процентов за кредит.

Приведем формулу расчета СРСП, по которой обходятся предприятию заемные средства:

$$\begin{array}{l} \text{Средняя} \\ \text{расчетная} \\ \text{ставка} \\ \text{процента} \end{array} = \frac{\text{Все фактические финансовые издержки по} \\ \text{всем кредитам за анализируемый период}}{\text{Общая сумма заемных средств, используемых} \\ \text{в анализируемом периоде}} \times 100$$

Следует различать СРСП со ставкой процента по конкретному кредитному договору. Нужно помнить, что проценты по кредитам банков относятся, по действующему законодательству, на себестоимость продукции, банковского норматива, увеличенного на три процентных пункта. Остальная же часть процентов, равно как и расходы по страхованию кредитов, а также все проценты по займам, получаемым от небанковских юридических лиц и граждан, относятся на счет использования прибыли, что, по существу, утяжеляет фактические финансовые издержки по заемным средствам. И все же отнесение хотя бы части процентов за кредит на себестоимость приносит относительную экономию по налогу на прибыль, а экономию тот же доход! Поэтому та часть процентов за кредит, которая снижает предприятию налогооблагаемую прибыль, облегчается, а остальные проценты включаются в действительную стоимость кредита с налоговым отягощением.

Теперь можно выделить первую составляющую эффекта финансового рычага: это так называемый **ДИФФЕРЕНЦИАЛ** – разница между экономической рентабельностью активов и средней расчетной ставкой процента по заемным средствам. Из-за налогообложения от дифференциала остаются только четыре пятых (1 – ставка налогообложения прибыли), т.е.

$$4/5(\text{ЭР} - \text{СРСП})$$

Вторая составляющая – **ПЛЕЧО ФИНАНСОВОГО РЫЧАГА** – характеризует силу воздействия финансового рычага. Это соотношение между заемными (ЗС) и собственными средствами (СС). Соединим обе составляющие эффекта финансового рычага и получим:

$$\text{Уровень эффекта финансового рычага (ЭФР)} = 4/5 \text{ дифференциала} * \text{Плечо финансового рычага}$$

Или

$$\text{Уровень ЭФР} = 4/5 (\text{ЭР} - \text{СРСП}) \times \frac{\text{ЗС}}{\text{СС}}$$

Проверим полученную формулу на цифрах предприятия Б:

$$\text{ЭФР} = 4/5 (20\% - 15\%) \times \frac{500 \text{ тыс. руб.}}{500 \text{ тыс. руб.}} = 4,0\%$$

Т.о., первый уровень расчета уровня финансового рычага:

$$\text{ЭФР} = \left[ 1 - \frac{\text{Ставка налогообложения прибыли}}{\text{прибыли}} \right] \times (\text{ЭР} - \text{СРСП}) \times \frac{\text{ЗС}}{\text{СС}}$$

Существует неразрывная связь между дифференциалом и плечом финансового рычага. При наращивании заемных средств финансовые издержки по «обслуживанию дела» утяжеляют СРСП и это ведет к сокращению дифференциала.

Если новое заимствование приносит предприятию увеличение уровня ЭФР, то такое заимствование выгодно. Но при этом необходимо внимательно следить за состоянием дифференциала: при наращивании плеча финансового рычага банкир склонен компенсировать возрастание своего риска повышением цены своего «товара» - кредита. Также риск кредитора выражен величиной дифференциала: чем больше дифференциал, тем меньше риск; чем меньше дифференциал, тем больше риск. Разумный финансовый менеджер не станет увеличивать любой ценой плечо финансового рычага, а будет регулировать его в зависимости от дифференциала.

Эффект финансового рычага оптимально должен быть равен одной четвертой – половине уровня экономической рентабельности активов. Тогда эффект финансового рычага способен компенсировать налоговые изъятия и обеспечить собственным средствам достойную отдачу.

## 2. Второй способ расчета эффекта финансового рычага

Идея финансового рычага по американской концепции заключается в оценке уровня риска по колебаниям чистой прибыли, вызванным постоянной величиной затрат предприятия по обслуживанию долга. Его действие проявляется в том, что любое изменение операционной прибыли (прибыли до

уплаты процентов и налогов) порождает более существенное изменение чистой прибыли.

Интерпретация коэффициента силы воздействия финансового рычага: он показывает, во сколько раз прибыль до вычета процентов и налогов превосходит чистую прибыль. Нижней границей коэффициента является единица. Чем больше относительный объем привлеченных предприятием заемных средств, тем больше выплачиваемая по ним сумма процентов, выше сила воздействия финансового рычага, более вариабельна чистая прибыль.

Таким образом, повышение доли заемных финансовых ресурсов в общей сумме долгосрочных источников средств, что по определению равносильно возрастанию силы воздействия финансового рычага, при прочих равных условиях, приводит к большей финансовой нестабильности, выражающейся в меньшей предсказуемости величины чистой прибыли. Поскольку выплата процентов, в отличие, например, от выплаты дивидендов, является обязательной, то при относительно высоком уровне финансового рычага даже незначительное снижение полученной прибыли может иметь неблагоприятные последствия по сравнению с ситуацией, когда уровень, финансового рычага невысок. Чем выше сила воздействия финансового рычага, тем более нелинейный характер приобретает связь между чистой прибылью и прибылью до вычета процентов и налогов. Незначительное изменение (возрастание или убывание) прибыли до вычета процентов и налогов в условиях высокого финансового рычага может привести к значительному изменению чистой прибыли.

Эффект финансового рычага можно трактовать как изменение чистой прибыли на каждую обыкновенную акцию (в процентах), порождаемое данным изменением НРЭИ (в процентах). Такое восприятие ЭФР характерно в основном для американской школы финансового менеджмента. Вот как американские экономисты рассчитывают силу воздействия финансового рычага:

$$\text{Сила воздействия финансового рычага} = 1 + \frac{\text{Проценты за кредит}}{\text{Балансовая прибыль}}$$

Отсюда вывод: чем больше проценты и чем меньше прибыль, тем больше сила финансового рычага и тем выше финансовый риск. Если заемные средства не привлекаются, то сила воздействия финансового рычага равна единице.

Чем больше сила воздействия финансового рычага, тем больше финансовый риск, связанный с предприятием:

1. Возрастает риск невозмещения кредита с процентами для банкира.
2. Возрастает риск падения дивиденда и курса акций для инвестора.

Возрастание финансового рычага сопровождается повышением степени финансового риска предприятия, связанного с возможным недостатком средств для выплаты процентов по ссудам и займам. Для двух предприятий, имеющих одинаковый объем производства, но разный уровень финансового рычага, вариация чистой прибыли, обусловленная изменением объема производства, неодинакова - она больше у предприятия, имеющего более высокое значение уровня финансового рычага.

Приведенная формула силы воздействия финансового рычага не дает ответа на вопросы о безопасной величине и условиях заимствования – этому служит первый способ расчета. Зато она выводит непосредственно на расчет сопряженного воздействия финансового и операционного рычагов и определение совокупного уровня риска, связанного с предприятием.

Финансовый риск, порождаемый финансовым рычагом, складывается из риска падения рентабельности активов компании ниже стоимости заемного капитала (дифференциал становится отрицательным) и риска достижения такого значения плеча, когда компания уже не в состоянии обслуживать заемный капитал (происходит дефолт заемщика).

Среди параметров, влияющих на ЭФР и СВФР, выделим те, которыми компании в какой-то мере могут управлять, и неуправляемые, относящиеся к внешним факторам. К управляемым, хотя и не в полной мере, может быть

отнесен параметр рентабельности активов, поскольку его значение определяется квалификацией менеджмента, умением управленцев с выгодой для компании использовать благоприятную рыночную конъюнктуру не только при сбыте продукции, но и привлекая внешний капитал. Средняя стоимость заемного капитала также относится к управляемым факторам, хотя и опосредованно: цена и другие параметры доступности кредитов для компании во многом определяются ее кредитным рейтингом, кредитной историей, динамикой роста, иногда - масштабами и отраслевой принадлежностью. Наконец, плечо финансового рычага, то есть соотношение заемного и собственного капитала (его структура) определяется самой компанией. К не управляемым компаниями параметрам эффекта финансового рычага относится ставка налога на прибыль.

### **3. Классификация затрат предприятия и сила воздействия операционного рычага**

В финансовом менеджменте применяются два основных подхода к максимизации массы и темпов наращивания прибыли:

1. **Сопоставление предельной выручки с предельными затратами** наиболее эффективно при решении задачи максимизации массы прибыли.

2. **Сопоставление выручки от реализации с суммарными затратами, а также переменными и постоянными затратами** применяется не только для расчета максимальной массы прибыли, но и для определения наивысших темпов ее прироста.

Комбинирование этих двух подходов в зависимости от целей анализа дает отличные практические результаты.

Суммарные затраты предприятия – как производственные, так и внепроизводственные, независимо от того, относятся ли они на себестоимость или на финансовые результаты – можно разделить на три основных категории:

**1. Переменные (или пропорциональные) затраты** вырастают или уменьшаются пропорционально объему производства. Это расходы на закупку сырья и материалов, потребление электроэнергии, транспортные издержки, торгово-комиссионные и др. расходы. На практике же пропорциональная зависимость «выручка от реализации — переменные затраты» обладает меньшей жесткостью. Например, при увеличении закупок сырья поставщики его нередко предоставляют предприятию скидку с цены, и тогда затраты на сырье растут несколько медленнее объема производства.

**2. Постоянные (непропорциональные или фиксированные) затраты** не следуют за динамикой объема производства. К этим затратам относятся амортизационные отчисления, проценты за кредит, арендная плата, оклады управленческих работников, административные расходы и т.п.

**3. Смешанные затраты** состоят из постоянной и переменной частей. Примеры таких затрат: почтовые и телеграфные расходы, затраты на текущий ремонт оборудования и т.п. В дальнейшем величиной смешанных затрат можно пренебречь ради ясности изложения. При конкретных же расчетах, если вам необходима точность, придется выделять постоянную и переменную «доли» в смешанных затратах и причислять эти «доли» к постоянным и переменным затратам соответственно. Чтобы не затемнять суть дела, абстрагируемся сейчас также от налога на добавленную стоимость (будем брать сразу чистую выручку от реализации) и налога на прибыль.

Постоянные затраты не зависят от выручки от реализации лишь до тех пор, пока интересы дальнейшего ее наращивания не потребуют увеличения производственных мощностей, численности работников, а также роста аппарата управления. В отличие от переменных, большую часть постоянных затрат при сужении деятельности предприятия и снижении выручки от реализации не так-то легко уменьшить. Действительно, и в периоды «охлаждения» предприятие вынуждено начислять в прежних размерах амортизацию (если, конечно, не распродавать оборудование), выплачивать проценты по ранее полученным кредитам (а досрочное возмещение



задолженности проблематично при падении выручки от реализации), платить заработную плату (ибо масштабное увольнение избыточного количества постоянных работников — дело весьма болезненное)...

Многие виды расходов для одних предприятий могут рассматриваться как переменные, а для других — как постоянные затраты. Достаточно привести в пример затраты на оплату труда: при сдельной оплате — это переменные затраты, при твердом окладе работников — постоянные. Список переменных и постоянных затрат для каждого предприятия свой, но критерий классификации универсален: зависимость либо независимость от величины объема производства.

Практическая польза от классификации затрат на переменные и постоянные:

- Такое деление помогает решить задачу максимизации массы и прироста прибыли за счет относительного сокращения тех или иных расходов.
- Эта классификация позволяет судить об окупаемости затрат и дает возможность определить «запас финансовой прочности» предприятия на случай осложнения конъюнктуры и иных затруднений.
- Классификация затрат необходима для **операционного анализа**.

В практических расчетах для определения силы воздействия операционного рычага применяют отношение так называемой валовой маржи и прибыли. Валовая маржа представляет собой разницу между выручкой от реализации и переменными затратами.

$$\text{Сила воздействия операционного рычага} = \frac{\text{Валовая маржа}}{\text{Прибыль}}$$

Сила воздействия операционного рычага всегда рассчитывается для **определенного объема продаж, для данной выручки от реализации**. Изменяется выручка от реализации — изменяется и сила воздействия операционного рычага.

$$\text{Сила операционного рычага} = 1: \left(1 - \frac{\text{Постоянные затраты}}{\text{Валовая маржа}}\right)$$

Когда выручка от реализации снижается, сила воздействия операционного рычага возрастает. Каждый процент снижения выручки дает все больший и больший процент снижения прибыли.

При возрастании выручки от реализации, если порог рентабельности (точка окупаемости затрат) уже пройден: каждый процент прироста выручки дает все меньший процент прироста прибыли. Но при скачке постоянных затрат, диктуемом интересами дальнейшего наращивания выручки или другими обстоятельствами, предприятию приходится проходить новый порог рентабельности. На небольшом удалении от порога рентабельности сила воздействия операционного рычага будет максимальной, а затем вновь начнет убывать... и так вплоть до нового скачка постоянных затрат с преодолением нового порога рентабельности.

Сила воздействия операционного рычага указывает на степень предпринимательского риска, связанного с данной фирмой: чем больше сила воздействия операционного рычага, тем больше предпринимательский риск.

#### **4. Расчет порога рентабельности и запаса финансовой прочности**

Переходим к определению **запаса финансовой прочности** (кромки безопасности, предела безопасности) предприятия. Для этого сначала необходимо дать определение **порога рентабельности**.

**Порог рентабельности** – это такая выручка от реализации, при которой предприятие уже не имеет убытков, но еще не имеет и прибылей. Валовой маржи в точности хватает на покрытие постоянных затрат, и прибыль равна нулю.

**Порог рентабельности** (точка безубыточности, критическая точка, критический объем производства (реализации)) – это такой объем продаж фирмы, при котором выручка от продаж полностью покрывает все расходы на

производство и реализацию продукции. Для определения этой точки независимо от применяемой методики необходимо прежде всего разделить прогнозируемые затраты на постоянные и переменные.

$$\text{Прибыль} = \text{Валовая маржа} - \text{Постоянные затраты} = 0$$

$$\text{Прибыль} = \frac{\text{Порог рентабельности}}{\text{Валовая маржа в относительном выражении к выручке}} \times \text{—постоянные затраты} = 0$$

Отсюда получим значение порога рентабельности:

$$\text{Порог рентабельности} = \frac{\text{Постоянные затраты}}{\text{Валовая маржа в относительном выражении к выручке}}$$

Расчет порога рентабельности широко используется при планировании прибыли и определении финансового состояния предприятия. Два правила, полезных для предпринимателя:

1. Необходимо стремиться к положению, когда выручка превышает порог рентабельности, и производить товаров в натуре больше их порогового значения. При этом будет происходить наращивание прибыли фирмы.

2. Следует помнить, что сила воздействия производственного рычага тем больше, чем ближе производство к порогу рентабельности, и наоборот. Это означает, что существует некоторый предел превышения порога рентабельности, за которым неизбежно должен последовать скачок постоянных затрат (новые средства труда, новые помещения, увеличение издержек на управление предприятием).

Фирма должна обязательно пройти порог рентабельности и учитывать, что за периодом увеличения массы прибыли неизбежно наступит период, когда для продолжения производства (наращивания выпуска продукции) просто необходимо будет резко увеличить постоянные затраты, следствием чего неизбежно станет сокращение получаемой в краткосрочном периоде прибыли.

Принимая конкретное решение об объеме производства продукции, предпринимателю следует считаться с этими выводами.

Зная порог рентабельности можно определить **запас финансовой прочности** предприятия.

Разница между достигнутой фактической выручкой от реализации и порогом рентабельности и составляет запас финансовой прочности предприятия. Если выручка от реализации определяется ниже порога рентабельности, то финансовое состояние предприятия ухудшается, образует дефицит ликвидных средств:

$$\text{Запас финансовой прочности} = \text{Выручка от реализации} - \text{Порог рентабельности}$$

Сделав некоторые преобразования получим:

$$\text{ЗФП} = 1 - \frac{\text{Постоянные затраты}}{\text{Валовая маржа}} = \frac{1}{\text{Сила операционного рычага}}$$

Запас финансовой прочности предприятия выступает важнейшим показателем степени финансовой устойчивости. Расчет этого показателя позволяет оценить возможности дополнительного снижения выручки от реализации продукции в границах точки безубыточности.

На практике возможны три ситуации, которые по-разному будут отражаться на величине прибыли и запасе финансовой прочности предприятия:

- 1) объем реализации совпадает с объемом производства;
- 2) объем реализации меньше объема производства;
- 3) объем продаж больше объема производства.

Как прибыль, так и запас финансовой прочности, полученной при избытке произведенной продукции, меньше, чем при соответствии объемов продаж объему производства. В большинстве случаев увеличение товарно-материальных запасов предприятия свидетельствует об избытке объема производства. Прямо о его избытке свидетельствует увеличение запасов в части готовой продукции, косвенно - увеличение запасов сырья и исходных материалов, так как издержки за них предприятие несет уже при их покупке.

Для измерения запаса финансовой прочности предприятия необходимо выполнение следующих шагов:

- 1) расчет запаса финансовой прочности;
- 2) анализ влияния разности объема продаж и объема производства через коррекцию величины запаса финансовой прочности с учетом прироста товарно-материальных запасов предприятия;
- 3) расчет оптимального прироста объема реализации и ограничителя запаса финансовой прочности.

Запас финансовой прочности, рассчитанный и откорректированный, является важным комплексным показателем финансовой устойчивости предприятия.

Подведем некоторые итоги. Если у предприятия:

- а) солидный (более 10%) запас финансовой прочности;
  - б) благоприятное значение силы воздействия операционного рычага при различном удельном весе постоянных затрат в общей их сумме;
  - в) высокий уровень экономической рентабельности активов, нормальное значение дифференциала и нормальное значение финансового рычага –
- это предприятие весьма привлекательно для инвесторов, кредиторов, страховых обществ и др. субъектов экономической жизни.

## **5. Взаимодействие финансового и операционного рычагов и оценка совокупного риска**

Связанные с предприятием риски имеют два основных источника:

- Неустойчивость спроса и цен на готовую продукцию, а также цен на сырья и энергии, не всегда имеющаяся возможность уложится себестоимостью в цену, норму и динамику прибыли, само **действие операционного рычага**, сила которого зависит от удельного веса постоянных затрат в общей их сумме и предопределяет степень гибкости предприятия – все это генерирует предпринимательский риск.

- Неустойчивость финансовых условий кредитования, неуверенность владельцев обыкновенных акций в получении достойного возмещения, по существу, само **действие финансового рычага** генерирует финансовый риск.

Поэтому по мере долговременного увеличения силы воздействия операционного и финансового рычагов все менее и менее значительные изменения физического объема реализации и выручки приводят ко все более и более масштабным изменениям чистой прибыли на акцию. Этот тезис выражается в формуле **сопряженного эффекта операционного и финансового рычагов**.

$$\text{Уровень сопряженного эффекта операционного и финансового рычагов} = \frac{\text{Сила воздействия операционного рычага}}{\text{Сила взаимодействия финансового рычага}} \times \text{Сила взаимодействия финансового рычага}$$

Результаты вычисления по этой формуле указывают на уровень **совокупного риска**, связанного с предприятием, и отвечают на вопросы, на сколько процентов изменяется чистая прибыль на акцию при изменении объема продаж (выручки от реализации) на один процент.

**Очень важно заметить, что сочетание мощного операционного рычага с мощным финансовым рычагом может оказаться губительным для предприятия, т.к. предпринимательский и финансовый риски взаимно умножаются, мультиплицируя неблагоприятные эффекты. Взаимодействие операционного и финансового рычагов усугубляет негативное воздействие сокращающейся выручки от реализации на величину нетто-результата эксплуатации инвестиций и чистой прибыли.**

Задача снижения совокупного риска, связанного с предприятием, сводится главным образом к выбору одного из трех вариантов:

1. Высокий уровень ЭФР (высокий уровень заемного капитала) в сочетании со слабой силой воздействия ЭОР (низкий уровень постоянных операционных затрат).

2. Низкий уровень ЭФР (низкий уровень заемного капитала) в сочетании с сильным уровнем ЭОР (высокий уровень постоянных операционных затрат).

3. Умеренные уровни эффектов финансового и операционного рычагов — этого варианта часто бывает добиться труднее всего.

В самом общем случае критерием выбора того или иного варианта служит максимум курсовой стоимости акции при достаточной безопасности инвесторов. Оптимальная структура капитала – всегда результат компромисса между риском и доходностью.

Таким образом, формулу ЭСР можно использовать для оценки суммарного уровня риска, связанного с предприятием. Кроме того, она позволяет прогнозировать значение чистой прибыли (на одну акцию) при определенном проценте изменения выручки от реализации, т. е. может использоваться при определении дивидендной политики предприятия.

### **Вопросы для самопроверки**

1. Понятие финансового рычага
2. Первый способ расчета эффекта финансового рычага
3. Второй способ расчета эффекта финансового рычага
4. Классификация затрат предприятия
5. Сила воздействия операционного рычага
6. Расчет порога рентабельности
7. Расчет запаса финансовой прочности
8. Взаимодействие финансового и операционного рычагов и оценка совокупного риска

### **Тесты для контроля самостоятельной работы**

1. Коммерческие расходы включают затраты:
  - затраты на основные и вспомогательные сырье и материалы
  - на производство продукции
  - общецеховые затраты

- по сбыту продукции

2. Прямые издержки - это издержки:

- не зависящие от объема производства и продаж
- сбытовые
- непосредственно относящиеся на отдельный продукт

3. Деление издержек предприятия на постоянные и переменные производится с целью:

- определения минимально необходимого объема реализации для безубыточной деятельности
- планирования прибыли и рентабельности
- определения суммы выручки, необходимой для простого воспроизводства
- определения производственной и полной себестоимости

4. Затраты на организацию производства и управление в себестоимости продукции - это ... затраты

- переменные
- косвенные
- постоянные
- прямые

5. Переменными расходами являются:

- амортизационные отчисления
- проценты за кредит
- материальные затраты
- заработная плата производственного персонала
- административные и управленческие расходы
- расходы по сбыту продукции



6. При увеличении выручки от реализации доля постоянных затрат в общей сумме затрат на реализованную продукцию:

- увеличивается
- не изменяется
- уменьшается

7. При увеличении натурального объема реализации и прочих неизменных условиях доля переменных затрат в составе выручки от реализации:

- не изменяется
- уменьшается
- увеличивается

8. При повышении цен на реализованную продукцию и прочих неизменных условиях доля постоянных затрат в составе выручки от реализации:

- уменьшается
- не изменяется
- увеличивается

9. В расчете точки безубыточности участвуют:

- объем реализации
- общие издержки
- удельные переменные издержки
- прямые издержки
- постоянные издержки
- косвенные издержки

10. Величина маржинальной прибыли имеет практическое значение для оценки ...

- структуры затрат
- рентабельности реализации

- пределов возможности маневрирования ценами на продукцию

11. Критический объем реализации при наличии убытков от реализации ... фактической выручки от реализации

- равен
- выше
- ниже

12. Предприятие раньше проходит точку безубыточности (мертвую точку, порог рентабельности) при ...

- снижение цен
- увеличении постоянных издержек
- уменьшении постоянных расходов
- увеличении удельных переменных издержек
- росте цен
- уменьшении удельных (на единицу продукции) переменных издержек

13. Показатель критического объема реализации имеет практическое значение в условиях ... спроса на продукцию предприятия

- неизменности
- повышения
- снижения

14. Снижается спрос на продукцию предприятия. Наименьшие потери прибыли от реализации достигаются при:

- снижении натурального объема реализации
- одновременном снижении цен и натурального объема
- снижении цен

15. Высокий уровень операционного рычага обеспечивает улучшение финансовых результатов от реализации при ... выручки от реализации

- снижении
- увеличении
- неизменности

16. При наличии убытков от реализации рост натурального объема продаж без изменения цен ... убыток

- не влияет на
- уменьшает
- увеличивает

17. Показатель финансового рычага (левериджа) определяет ...

- соотношение чистой прибыли с ее суммой, уменьшенной на величину обязательных твердых платежей
- долю обязательных твердых платежей в составе чистой прибыли
- соотношение балансовой и чистой прибыли

18. Низкий уровень финансового рычага благоприятен для финансового состояния предприятия в случае ...

- роста переменных затрат
- снижении ставки налога на прибыль
- повышении ставки налога на прибыль

19. Финансовый рычаг может быть ниже 1, если предприятие имеет убыток...

- от реализации
- от финансово-хозяйственной деятельности
- балансовый

20. Совокупное влияние операционного и финансового рычагов измеряет ...

- инвестиционную привлекательность компании
- конкурентную позицию предприятия
- меру общего предпринимательского риска
- степень финансовой устойчивости компании

21. Формула Du PONT показывает взаимосвязь:

- прибыли и затрат
- рентабельности продаж, оборачиваемости и структуры капитала
- балансовой прибыли и активов

### **Литература**

1. Брейли, Ричард Принципы корпоративных финансов. Подарочное издание / Ричард Брейли, Майерс Стюарт. - М.: Олимп-Бизнес, 2018. - 978 с.
2. Варламова, Т. П. Финансовый менеджмент / Т.П. Варламова, М.А. Варламова. - М.: Дашков и Ко, 2020. - 304 с.
3. Воронина, М. В. Финансовый менеджмент : учебник для бакалавров / М. В. Воронина. - 2-е изд., стер. - Москва : Издательско-торговая корпорация «Дашков и К<sup>о</sup>», 2020. - 384 с.- ISBN 978-5-394-03552-4.
4. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник. / Под ред. Е.С. Стояновой. - 4-изд., перераб. и доп. - М.: Перспектива, 2009,- 656 с.
5. ЭБС «Znaniум»: Финансовый менеджмент : учебник / Е.В. Лисицына, Т.В. Ващенко, М.В. Забродина ; под ред. К.В. Екимовой. - М. : ИНФРА-М, 2018. - 184 с. - (Высшее образование: Бакалавриат). Режим доступа: <http://znaniум.com/catalog/product/952263>
6. ЭБС «Znaniум»: Риск-менеджмент - основа устойчивости бизнеса : учеб. пособие /А. Н. Ряховская, О. Г. Крюкова, М. О. Кузнецова; под ред. О. Г. Крюковой. - М.: Магистр: ИНФРА-М, 2018. - 256с. - Режим доступа: <http://znaniум.com/catalog/product/975577>

7. ЭБ «Труды ученых СтГАУ»: Финансовый менеджмент [электронный полный текст] : учебник / Л. А. Латышева, Ю. М. Складорова, И. Ю. Складоров, С. В. Фролко, А. Я. Глушко, Л. В. Кулешова, Т. В. Скребцова, С. Ю. Шамрина, Н. В. Собченко, П. В. Нестеренко, Т. Н. Башкатова, Т. Н. Урядова, Е. И. Капустина ; под общ. ред. Л. А. Латышевой ; СтГАУ. - Москва - Ставрополь : Миракль, 2016. - 2,27 МБ.

8. Финансовый менеджмент: учебник / Кириченко Т.Т. - М.: Дашков и К, 2018. - 484 с.: ISBN 978-5-394-01996-8 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/415005>

## **Тема 5: УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ ОРГАНИЗАЦИИ**

*Целью* является рассмотрение основных понятий, связанных с движением денежных потоков; классификации и методов измерения денежных потоков; анализ потока денежных средств; а также прогнозирование денежных потоков.

### **План**

1. Основные понятия, связанные с движением денежных потоков
2. Классификация и методы измерения денежных потоков
3. Анализ потока денежных средств
4. Прогнозирование денежных потоков

### **1. Основные понятия, связанные с движением денежных потоков**

Исследование управления денежными потоками (Cash-Flow) является новым направлением для российского финансового менеджмента. В западных корпорациях управление потоками денежной наличности - один из ключевых объектов деятельности главного финансового менеджера.

На предприятиях России систематический учет и контроль движения денежных средств помогает обеспечить их устойчивость и платежеспособность в текущем и будущем периодах.

Для оценки результатов деятельности предприятий наиболее важное значение имеют три показателя:

- 1) выручка от реализации товаров (продукции, работ, услуг);
- 2) прибыль;
- 3) поток денежных средств.

Абсолютная величина этих показателей и динамика их изменения в течение года характеризует эффективность работы фирмы. Однако в условиях хронических неплатежей в народном хозяйстве России первостепенное

значение приобретает поток денежных средств, поступающих предприятию от различных видов деятельности.

В случае превышения поступлений денежных средств над платежами предприятие получает конкурентные преимущества, необходимые для текущего и перспективного развития. ***В процессе производственно-торговой деятельности каждое предприятие обязано учитывать два обстоятельства:***

1) для поддержания текущей платежеспособности необходимо наличие достаточного объема денежных средств;

2) всегда есть возможность получить дополнительную прибыль на вложения этих средств.

Определим наиболее важные понятия, характеризующие финансово-хозяйственную деятельность предприятия.

1. Выручка от продажи товаров (продукции, работ, услуг) - учетный доход от обычной и иных видов деятельности за данный период в денежной форме, отраженный в кредите соответствующих счетов.

2. Прибыль - разность между учетными доходами и начисленными расходами на производство и сбыт продукции.

3. Приток денежных средств осуществляется за счет выручки от продажи товаров (продукции, работ, услуг), увеличения уставного капитала путем дополнительной эмиссии акций, полученных кредитов и займов, средств от выпуска корпоративных облигаций, целевого финансирования и поступлений и др.

4. Отток денежной наличности возникает вследствие: покрытия текущих (эксплуатационных) затрат, инвестиционных расходов; платежей в бюджет и внебюджетные фонды; выплат дивидендов и процентов владельцам эмиссионных ценных бумаг, комиссионного вознаграждения посредникам и т. д.

5. Чистый приток денежных средств (резерв денежной наличности) - разница между всеми поступлениями и отчислениями денежных средств.

Принципиальные различия между суммой полученной прибыли и величиной денежных средств заключаются в следующем.

Прибыль выражает чистый доход, полученный предприятием за определенное время (квартал, год), что не совпадает с реальным поступлением денежных средств. Она признается после совершения продажи, а не после поступления денежных средств (данный порядок предусматривается в учетной политике предприятия). При расчете прибыли затраты на производство продукции признаются после ее реализации, а не в момент продажи. Денежный поток выражает движение всех денежных средств, которые не учитываются при расчете прибыли: капитальные вложения, налоги, штрафы, долговые выплаты кредиторам, заемные и авансированные средства.

При анализе финансового состояния предприятия необходимо различать, что прибыль за отчетный период (квартал, год) и денежные средства, полученные предприятием в течение периода, - не одно и то же. Прибыль выражает прирост авансированной стоимости, что характеризует эффективность управления предприятием. Наличие прибыли не означает присутствия у предприятия свободных денежных средств, доступных для расходования. Денежные средства являются наиболее ограниченным ресурсом в транзитивной экономике, и успех фирмы во многом определяется способностью ее руководства эффективно использовать денежные средства.

***Управление денежными потоками включает следующие аспекты:***

- 1) учет движения денежных средств;
- 2) анализ потоков денежной наличности;
- 3) составление бюджета движения денежных средств.

***Управление денежными потоками особенно важно для предприятия с точки зрения необходимости:***

- а) регулирования ликвидности баланса;



б) оптимизации оборотных активов (оценка краткосрочных потребностей в денежных средствах, управления материально-производственными запасами и дебиторской задолженностью);

в) планирования временных параметров капитальных затрат и источников их финансирования;

г) управления текущими расходами и их оптимизации в процессе производства и реализации готовой продукции (работ, услуг);

д) прогноза экономического роста.

Следовательно, в условиях высокой инфляции и кризиса неплатежей управление денежными потоками является наиболее актуальной задачей организации финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

## **2. Классификация и методы измерения денежных потоков**

Денежные потоки подразделяются на:

1) генерируемые в результате использования капитальных вложений при реализации реальных инвестиционных проектов;

2) формируемые в условиях действующего предприятия от текущей, инвестиционной и финансовой деятельности.

**Текущая деятельность** включает поступление и использование денежных средств, обеспечивающих выполнение производственно-коммерческих функций предприятия. Поскольку текущая деятельность предприятия является главным источником прибыли, то она должна генерировать основной поток денежных средств.

Специфические статьи, отсутствующие в зарубежной практике, - доходы от перепродажи бартера, взносы во внебюджетные фонды.

**Инвестиционная деятельность** включает поступление и использование денежных средств, связанных с поступлением и продажей долгосрочных активов, расходы (капитальные вложения) и доходы от инвестиций.

Источниками денежных средств для инвестиционной деятельности предприятия могут быть поступления от текущей деятельности в форме амортизационных отчислений и чистой прибыли; доходы от самой инвестиционной деятельности; поступления за счет источников долгосрочного финансирования (эмиссия акций и корпоративных облигаций, долгосрочные кредиты и займы).

При благоприятной для предприятия экономической ситуации оно стремится к расширению и модернизации производства. Поэтому инвестиционная деятельность в целом приводит к временному оттоку денежных средств.

**Финансовая деятельность** включает поступления денежных средств в результате получения краткосрочных кредитов и займов или эмиссии ценных бумаг краткосрочного характера, а также погашения задолженности по ранее полученным краткосрочным кредитам и займам и выплаты процентов заимодавцам.

На стабильно работающих предприятиях денежные потоки, генерируемые текущей деятельностью, могут быть направлены в инвестиционную и финансовую деятельность. Например, на приобретение капитальных активов, на погашение долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов, выплату дивидендов и т. д. На многих предприятиях РФ текущая деятельность часто поддерживается за счет инвестиционной и финансовой деятельности, что обеспечивает их выживание в неустойчивой экономической среде. Например, не выделяются средства на финансирование капитальных вложений, на достройку объектов, числящихся в составе незавершенного строительства.

**Чтобы эффективно управлять денежными потоками, необходимо знать:**

- какова их величина за определенное время (месяц, квартал);
- каковы их основные элементы;
- какие виды деятельности генерируют основной поток денежных средств.

На практике применяются два ключевых метода расчета объема денежных потоков: прямой и косвенный.

**Прямой метод** основан на движении денежных средств по счетам предприятия. Исходный элемент - выручка от реализации товаров (продукции, работ и услуг).

*Достоинства метода* заключаются в том, что он позволяет:

1) показывать основные источники притока и направления оттока денежных средств;

2) делать оперативные выводы относительно достаточности средств для платежей по текущим обязательствам;

3) устанавливать взаимосвязь между объемом реализации продукции и денежной выручкой за отчетный период;

4) идентифицировать статьи, формирующие наибольший приток и отток денежных средств;

5) использовать полученную информацию для прогнозирования денежных потоков;

6) контролировать все поступления и направления расходования денежных средств, так как денежный поток непосредственно связан с регистрами бухгалтерского учета (главной книгой, журналами-ордерами и иными документами).

В долгосрочной перспективе прямой метод расчета позволяет оценить ликвидность и платежеспособность предприятия.

*Недостатком данного метода* является то, что он не раскрывает взаимосвязи полученного финансового результата (прибыли) и изменения абсолютного размера денежных средств.

**Косвенный метод** предпочтителен с аналитической точки зрения, так как позволяет определить взаимосвязь полученной прибыли с изменением величины денежных средств. Расчет денежных потоков косвенным методом ведется от показателя чистой прибыли с соответствующими его корректировками по статьи, не отражающие движение реальных денежных

средств по соответствующим счетам. Следовательно, косвенный метод основан на анализе движения денежных средств по видам деятельности, так как показывает, где конкретно овеществлена прибыль предприятия или куда вложены «живые деньги». Он базируется на изучении «Отчет о финансовых результатах» снизу вверх. Поэтому его иногда называют «нижним». Прямой метод называют «верхним», так как «Отчет о финансовых результатах» анализируется сверху вниз.

**Преимущество косвенного метода** при использовании в оперативном управлении денежными потоками состоит в том, что он позволяет установить соответствие между финансовым результатом и собственными оборотными средствами. С его помощью можно выявить наиболее проблемные места в деятельности предприятия (скопления иммобилизованных денежных средств) и разработать пути выхода из критической ситуации.

**Недостатки метода:**

- 1) высокая трудоемкость при составлении аналитического отчета внешним пользователем;
- 2) необходимость привлечения внутренних данных бухгалтерского учета (главная книга);
- 3) применение целесообразно только при использовании табличных процессоров.

При проведении аналитической работы оба метода (прямой и косвенный) дополняют друг друга и дают реальное представление о движении потока денежных средств на предприятии за расчетный период.

### **3. Анализ потока денежных средств**

**Основная цель анализа денежных потоков** заключается в выявлении причин дефицита (избытка) денежных средств и определении источников их поступления и направлений расходования для контроля за текущей ликвидностью и платежеспособностью предприятия. Его платежеспособность

и ликвидность очень часто находятся в зависимости от реального денежного оборота в виде потока денежных платежей, отражаемых на счетах бухгалтерского учета. Поэтому анализ движения денежных средств значительно дополняет методику оценки платежеспособности и ликвидности и дает возможность реально оценить финансово-экономическое состояние хозяйствующего субъекта. В этих целях можно использовать как прямой, так и косвенный методы.

Главным документом для анализа денежных потоков является Отчет о движении денежных средств, составленный на базе прямого метода. С помощью данного документа можно установить:

- 1) уровень финансирования текущей и инвестиционной деятельности за счет собственных источников;
- 2) зависимость предприятий от внешних заимствований;
- 3) дивидендную политику в отчетном периоде и прогноз на будущее;
- 4) финансовую эластичность предприятия, т.е. его способность создавать денежные резервы (чистый приток денежных средств);
- 5) реальное состояние платежеспособности предприятия за истекший период (квартал) и прогноз на следующий краткосрочный период.

**В процессе анализа денежных потоков целесообразно ответить на следующие вопросы.**

**В случае притока денежных средств:**

- не произошел ли приток за счет увеличения краткосрочных обязательств, которые потребуют оттока (погашения) в будущем;
- нет ли здесь роста акционерного капитала за счет дополнительной эмиссии акций;
- не было ли распродажи имущества (основных средств, производственных запасов и т. д.);
- сокращаются ли запасы материальных ценностей, незавершенного производства, готовой продукции на складе и товаров.

**При оттоке денежных средств необходимо найти ответы на следующие вопросы:**

- нет ли снижения показателей оборачиваемости активов;
- нет ли замедления оборачиваемости оборотных активов;
- не растут ли абсолютные значения запасов и дебиторской задолженности;
- не было ли резкого увеличения объема продажи товаров, что требует дополнительных денежных потоков;
- не было ли чрезмерных выплат акционерам сверх рекомендуемой нормы распределения чистой прибыли (30-40%);
- своевременно ли выплачиваются налоги в бюджетную систему государства и взносы во внебюджетные фонды;
- не было ли длительной задолженности персоналу по оплате труда.

В результате аналитической работы можно сделать предварительные выводы о причинах дефицита денежных средств. Такими причинами могут быть:

- 1) низкая рентабельность продаж, активов и собственного капитала;
- 2) отвлечение денежных средств в излишние производственные запасы и незавершенное производство; влияние инфляции на запасы;
- 3) большие капитальные затраты, не обеспеченные соответствующими источниками финансирования; влияние инфляции на капитальные вложения;
- 4) высокие выплаты налогов и сборов и суммы дивидендов акционерам;
- 5) чрезмерная доля заемного капитала в пассиве баланса (свыше 50%) и связанные с этим высокие выплаты процентов за пользование кредитами и займами;
- 6) снижение коэффициента оборачиваемости оборотных активов, т. е. вовлечение в оборот предприятия дополнительных денежных средств.

Совокупный денежный поток должен стремиться к нулю, так как отрицательное сальдо по одному виду деятельности компенсируется положительным сальдо по другому его виду.

**К процессу управления совокупным денежным потоком** предъявляются следующие требования:

1) продавать как можно больше и по разумным ценам. Цена продажи включает в себя не только реальные денежные расходы, но и амортизацию основных средств и нематериальных активов (некассовую статью), которая на практике увеличивает денежный поток;

2) как можно больше ускорять оборачиваемость оборотных активов, избегая их дефицита, что может привести к снижению объема продажи товаров (услуг);

3) как можно быстрее собирать денежные средства у дебиторов, не забывая, что чрезмерные требования ко всем покупателям могут привести к снижению будущего объема продаж. Для ускорения получения денег от дебиторов целесообразно использовать скидки с цен на товары и услуги;

4) постараться достичь приемлемых сроков выплаты кредиторской задолженности без ущерба для будущей деятельности предприятия, использовать любые преимущества, предоставляемые скидками, существующими у поставщиков. Классификация деятельности предприятия на три вида (текущую, инвестиционную и финансовую) очень важна для практики России, так как благоприятный (близкий к нулю) совокупный денежный поток может быть достигнут за счет элиминирования или покрытия отрицательного денежного потока по текущей деятельности притоком денежных средств от продажи активов или привлечения краткосрочных банковских кредитов. В данном случае величина денежного потока скрывает реальную убыточность деятельности предприятия.

Следует отметить, что в западных корпорациях разработана **эффективная система управления дебиторской задолженностью, денежными средствами и кредиторской задолженностью**, которая предусматривает:

1) синхронизацию денежных потоков (притока и оттока денег), т. е. максимально возможное приближение по времени получения дебиторской задолженности и погашения кредиторской задолженности. Это позволяет

снизить остаток денежных средств на расчетном счете, сократить объем привлечения заемных средств от кредиторов и расходы по обслуживанию долга;

2) снижение объема денежных средств, находящихся в пути (использование электронных денег), а также электронных чековых переводов;

3) контроль выплат за счет централизации расчетов в головной финансовой компании, применение счетов с нулевым сальдо;

4) продажа дебиторской задолженности специальным факторинговым компаниям или банкам;

5) немедленная выписка счетов при продаже больших партий товаров;

6) отсрочка в уплате денежных средств покупателями для стимулирования спроса на товары поставщиков;

7) скидки с цены товаров, предоставляемые продавцом покупателю при досрочной оплате товара за наличные денежные средства (спонтанное финансирование);

8) получение залога с плательщика на сумму, не меньшую, чем остаток задолженности на счете дебитора;

9) прогнозирование дебиторской задолженности в соответствии с принятой предприятием ценовой и маркетинговой политикой;

10) организация группы финансового контроля, которая несет все права и обязанности по контролю за уровнем дебиторской задолженности (в составе отдела маркетинга или финансового отдела);

11) ориентация на большое количество покупателей (их диверсификация) с целью снижения риска неуплаты товара одним из покупателей;

12) селективность - какие группы товаров и в какие периоды не отпускаются в кредит и др.

Процесс управления денежными потоками начинается с анализа движения денежных средств за отчетный период. Такой анализ позволяет установить, где у предприятия генерируется денежная наличность, а где расходуется.



Для изучения потока денежных средств косвенным методом необходимо подготовить отдельный аналитический отчет. Исходными данными для его разработки являются: бухгалтерский баланс; Отчет о финансовых результатах; Приложение к балансу; Главная книга; журналы-ордера; справки бухгалтерии и др.

**По результатам анализа денежных потоков косвенным методом можно получить ответы на следующие вопросы:**

1) в каком объеме и из каких источников получены денежные средства и каковы основные направления их расходования;

2) способно ли предприятие в результате текущей деятельности обеспечить превышение поступлений над платежами (резерв денежной наличности);

3) в состоянии ли предприятие погасить краткосрочные обязательства за счет поступлений от дебиторов;

4) достаточно ли полученной предприятием чистой прибыли для удовлетворения его текущих потребностей в денежных средствах;

5) достаточно ли собственных средств (чистой прибыли и амортизационных отчислений) для осуществления инвестиционной деятельности;

6) чем объясняется разница между величиной полученной чистой прибыли и объемом денежных средств.

#### **4. Прогнозирование денежных потоков**

Прогнозирование денежных потоков является наиболее малоизученной проблемой финансовой науки. Она тесным образом связана как со стратегическим планированием развития предприятия в будущем, так и с осуществлением перспективного финансового планирования.

*Прогноз денежных потоков* заключается в определении возможных источников поступления и направлений расходования денежных средств. Исходя из того, что большинство показателей достаточно сложно

спрогнозировать с большой точностью, планирование денежного потока сводится к составлению бюджета наличных денежных средств в прогнозном периоде, учитывая лишь важнейшие параметры потока: объем продаж, долю выручки от реализации за наличный расчет, прогноз кредиторской задолженности и т. д. Прогноз осуществляется на определенный период: на год (с разбивкой по кварталам); на квартал (с разбивкой по месяцам); на месяц (с разбивкой по декадам).

Методика прогнозирования денежных потоков включает следующие операции:

- прогнозирование денежных поступлений за период;
- прогнозирование оттока денежных средств;
- расчет чистого денежного потока (излишка или недостатка денежных средств);
- исчисление общей потребности в краткосрочном финансировании.

Определенная сложность на первом этапе может возникнуть в том случае, если предприятие применяет методику расчета выручки по мере отгрузки продукции.

Основным источником поступления денежных средств является выручка от продажи товаров, которая подразделяется на поступления за наличный расчет и в кредит. На практике предприятие вынуждено учитывать средний период, который необходим покупателям для оплаты товаров. Исходя из этого, можно определить долю выручки за реализованную продукцию, поступающую в данном периоде и в следующем.

Далее с помощью балансового метода (цепным способом) рассчитываются денежные поступления и изменение дебиторской задолженности:

$$ВР + ДЗ_{\text{нп}} = ДП + ДЗ_{\text{кп}},$$

где ВР - выручка от реализации продукции за период (квартал) без косвенных налогов;

ДЗнп - дебиторская задолженность за товары и услуги на начало периода:

ДП - денежные поступления в данном периоде:

ДЗкп - дебиторская задолженность за товары и услуги на конец периода (квартала).

Более детальный расчет предполагает классификацию дебиторской задолженности по срокам ее погашения, которая может быть выполнена путем накопления статистических данных анализа погашении дебиторской задолженности за предыдущие кварталы. На первом этапе устанавливается усредненная доля дебиторов со сроком погашения до 30 дней, до 60 дней, до 90 дней и т. д.

При наличии иных поступлений средств (от прочей реализации, финансовых операций) их прогнозная оценка выполняется методом прямого счета: полученная сумма прибавляется к объему денежных поступлений от реализации продукции за определенный период.

На втором этапе устанавливается отток денежных средств. Главным его составным элементом является погашение краткосрочной кредиторской задолженности. Предполагается, что предприятие оплачивает счета поставщиков своевременно, хотя оно может и отсрочить платеж. Отсроченная кредиторская задолженность выступает в качестве дополнительного источника краткосрочного финансирования.

На третьем этапе посредством сопоставления прогнозируемых денежных поступлений и выплат определяется чистый денежный поток (положительное или отрицательное сальдо).

На последнем этапе устанавливается общая потребность в краткосрочном финансировании (в банковском кредите).

На практике возможны следующие альтернативы дефицита денежной наличности (по нисходящей очередности рассмотрения).

1. Оптимизировать управление дебиторской задолженностью на основе данных бухгалтерского учета. Результаты анализа реестра показывают

доли дебиторской задолженности, в соответствии с которыми будет происходить реальное поступление денежных средств от продаж в кредит. Реальная картина, полученная в результате анализа реестра старения дебиторской задолженности, дает представление о состоянии расчетов предприятия со своими покупателями и позволяет установить просроченную задолженность последних.

2. Отложить или приостановить капитальные вложения в основные фонды и нематериальные активы.
3. Рассмотреть возможность предоставления покупателям скидок с цены товаров в случае ранней предоплаты.
4. Оценить возможности совершения бартерных сделок при отсутствии реальной перспективы получения от покупателей денежной выручки.
5. Сократить продажи в кредит (на условиях коммерческого кредита).
6. Добиться более благоприятных условий получения товарного кредита у поставщиков в форме отсрочки платежа.
7. Использовать скидки, предоставляемые поставщиками с цены товаров, для более быстрой реализации последних.
8. Изучить возможность получения дополнительных ссуд у коммерческих банков на приемлемых для заемщика условиях.

Для прогнозирования результатов деятельности предприятия по будущему доходу в международной практике используются два основных метода:

- метод капитализации дохода;
- метод дисконтирования чистых денежных поступлений (потоков).

*Метод капитализации дохода* применяется в том случае, если будущие доходы будут равны текущим или темпы их роста предсказуемы, причем доходы являются достаточно весомыми положительными величинами, т. е. предприятие будет стабильно функционировать длительное время.

Для предприятий, располагающих значительными внеоборотными активами, привлекающих кредиты банков и использующих денежные

средства для увеличения чистого оборотного капитала, удобнее использовать показатель чистых денежных поступлений (потоков), который рассчитывается по формуле

$$\begin{array}{r} \text{Чистые} \\ \text{денежные} \\ \text{поступления} \\ \text{(потоки)} \end{array} = \begin{array}{r} \text{Чистый} \\ \text{доход} \\ \text{в форме} \\ \text{прибыли} \end{array} + \begin{array}{r} \text{Амортизация} \\ \text{основного} \\ \text{капитала} \end{array} + \begin{array}{r} \text{Увеличение} \\ \text{долгосрочной} \\ \text{задолженности} \end{array} - \begin{array}{r} \text{Прирост} \\ \text{чистого} \\ \text{оборотного} \\ \text{капитала} \end{array}$$

В теории оценки имущества под капитализацией понимается процесс пересчета доходов в показатель рыночной стоимости объекта путем деления чистых доходов на ставку капитализации. Данная ставка берется с учетом ситуации на рынке недвижимости и риска, с которым сопряжена деятельность оцениваемого предприятия.

Если чистый доход предприятия изменяется из года в год, то для его оценки более целесообразно использовать *метод дисконтирования денежных доходов*. В этих целях используются следующие формулы:

$$FV = PV * (1 + r)^n$$

$$PV = FV / (1 + r)^n$$

где FV - будущая денежная сумма (будущая стоимость);

PV - настоящая (текущая) стоимость денежной суммы после дисконтирования;

r - ставка дисконта, или норма доходности, %;

n - число лет, за которые производится суммирование дохода.

*Чистая текущая стоимость (ЧТС)* будущих денежных поступлений (потоков) определяется по формуле:

$$\text{ЧТС} = \text{НС} - Z,$$

где НС - настоящая стоимость денежных поступлений (потоков) после дисконтирования;

Z - первоначальные затраты (себестоимость продаж или капиталовложения в проект).

Метод оценки доходов предприятий с помощью дисконтирования денежных потоков отражает их будущую прибыльность, что в наибольшей степени отвечает интересам инвесторов и кредиторов. При оценке финансовой эффективности инвестиционных проектов данный метод является ключевым.

Важнейшим документом по прогнозированию денежных потоков предприятия является план движения денежных средств на счетах в банках и кассе (платежный баланс). Он разрабатывается на предстоящий месяц с разбивкой по декадам или пятидневкам.

**Платежный баланс** отражает весь денежный оборот предприятия (поток денежных средств). С помощью этого документа обеспечивается оперативное финансирование всех хозяйственных операций без подразделения на виды деятельности (текущую, инвестиционную и финансовую).

На основе платежного баланса предприятие прогнозирует выполнение своих обязательств перед государством, кредиторами, поставщиками, инвесторами и иными партнерами. Данный документ позволяет планировать состояние собственных средств, а также привлекать в необходимых случаях банковский или коммерческий кредит. С помощью этого документа контролируется выпуск продукции (услуг) и ее реализация.

При составлении платежного баланса финансовая служба координирует свою работу с бухгалтерией и другими управленческими структурами предприятия. Бухгалтерия обеспечивает сбор информации по операциям на счетах предприятия о состоянии дебиторской и кредиторской задолженности, срочных и просроченных ссуд банков, об уплате налогов, расчетов с поставщиками и подрядчиками, с персоналом по оплате труда и т. д.

Необходимость составления подобного документа существенно возросла в связи с изменением порядка расчетов и кредитования, наличием значительных неплатежей государству, партнерам и работникам по оплате труда. Все это требует повышенного внимания к ежедневной сбалансированности между потоками денежных поступлений и платежей.

Если таковая отсутствует, то принимаются срочные меры по привлечению в оборот предприятия дополнительных денежных средств. В расходной части платежного баланса выделяются первоочередные платежи за счет неотложных нужд (плата за воду, телефон, энергоснабжение и т. д.). Это имеет особо важное значение для обеспечения жизнедеятельности предприятия в случае возникновения финансовых трудностей.

Отчет об исполнении платежного баланса составляется на основе оперативных финансовых сведений и документов, имеющихся в бухгалтерии: выписок со счетов в банках, кассовой книги, платежных поручений и др. Данные об исполнении платежного баланса позволяют руководству предприятия принимать оперативные меры по устранению недостатков в его финансово-хозяйственной деятельности и укреплению платежеспособности.

Они также служат базой для разработки данного документа на предстоящий плановый период.

### **Вопросы для самопроверки**

1. Основные понятия, связанные с движением денежных потоков
2. Приток денежных средств
3. Отток денежных средств
4. Классификация денежных потоков
5. Методы измерения денежных потоков
6. Анализ потока денежных средств
7. Прогнозирование денежных потоков
8. Платежный баланс

### **Тесты для контроля самостоятельной работы**

1. Денежный поток - это ...
  - получение предприятием прибыли
  - активы компании
  - движение денежных средств в реальном режиме времени

2. В денежные потоки/оттоки от основной деятельности входит ...

- покупка ценных бумаг
- выкуп собственных акций
- продажа оборудования
- получение ссуды в банке

3. В денежные потоки/оттоки от финансовой деятельности входит ...

- финансирование хранения товарно-материальных запасов
- погашение кредитов
- выдача заработной платы
- эмиссия акций

4. Рост текущих активов ...

- вызывает денежный отток
- не влияет на денежные потоки
- вызывает денежный приток

5. Амортизация входит:

- не влияет на денежные потоки
- в денежный приток
- уменьшает отток

6. По масштабам обслуживания хозяйственного процесса денежные потоки бывают:

- денежный поток по предприятию в целом;
- дефицитный денежный поток;
- валовой денежный поток.



7. По видам хозяйственной деятельности в соответствии с Международными стандартами учета выделяют виды денежных потоков:

- по отдельным хозяйственным операциям;
- денежный поток по инвестиционной деятельности;
- дефицитный денежный поток.

8. Чистый денежный поток - это разница между:

- 1) валовым денежным потоком и остатком денежных средств на начало периода;
- 2) валовым денежным потоком и остатком денежных средств на конец периода;
- 3) притоком и оттоком денежных средств.

9. Прямой метод анализа денежных потоков позволяет установить:

- влияние расходов предприятия на формирование прибыли;
- достаточность чистого денежного потока по текущей деятельности для финансирования инвестиционных вложений;
- причины несоответствия величины чистой прибыли и чистого денежного потока по текущей деятельности за период;
- эффективность финансовой деятельности;
- эффективность инвестиционной деятельности.

10. Косвенный метод анализа движения денежных средств позволяет определить:

- рентабельность продаж;
- рыночную устойчивость предприятия;
- структуру денежных потоков предприятия;
- причины несоответствия величины чистой прибыли и чистого денежного потока по текущей деятельности за период;

- причины несоответствия величины чистой прибыли и чистого денежного потока по всем видам деятельности за период.

11. При использовании косвенного метода анализа денежных потоков корректируется:

- сумма остатков запасов и затрат на конец периода;
- сумма денежных средств на конец периода;
- сумма чистой прибыли за анализируемый период.

12. При использовании анализа денежного потока увеличение остатка основных средств за период необходимо:

- прибавить к сумме чистой прибыли;
- вычесть из суммы чистой прибыли;
- оставить показатель чистой прибыли без изменения.

13. Поступление денежных средств от покупателя в счет будущей отгрузки продукции отражается в отчете о движении денежных средств как:

- положительный денежный поток по инвестиционной деятельности;
- положительный денежный поток по текущей деятельности;
- отрицательный денежный поток по текущей деятельности;
- чистый денежный поток по текущей деятельности.

14. При использовании косвенного метода анализа денежных потоков увеличение остатка задолженности по краткосрочным кредитам за период необходимо:

- вычесть из суммы чистой прибыли;
- прибавить к сумме чистой прибыли;
- оставить чистую прибыль без изменения.

15. При использовании косвенного метода анализа денежных потоков уменьшение остатка задолженности по долгосрочным кредитам за период необходимо:

- вычесть из суммы чистой прибыли;
- прибавить к сумме чистой прибыли;
- оставить чистую прибыль без изменения.

### **Литература**

1. Бахрамов, Ю. М. Финансовый менеджмент / Ю.М. Бахрамов, В.В. Глухов. - М.: Питер, 2019. - 496 с.
2. Брейли, Ричард Принципы корпоративных финансов. Подарочное издание / Ричард Брейли, Майерс Стюарт. - М.: Олимп-Бизнес, 2018. - 978 с.
3. Варламова, Т. П. Финансовый менеджмент / Т.П. Варламова, М.А. Варламова. - М.: Дашков и Ко, 2020. - 304 с.
4. ЭБС «Znaniум»: Финансовый менеджмент : учебник / Е.В. Лисицына, Т.В. Ващенко, М.В. Забродина ; под ред. К.В. Екимовой. - М. : ИНФРА-М, 2018. - 184 с. - (Высшее образование: Бакалавриат). Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/952263>
5. ЭБ «Труды ученых СтГАУ»: Финансовый менеджмент [электронный полный текст] : учебник / Л. А. Латышева, Ю. М. Складорова, И. Ю. Складоров, С. В. Фролко, А. Я. Глушко, Л. В. Кулешова, Т. В. Скребцова, С. Ю. Шамрина, Н. В. Собченко, П. В. Нестеренко, Т. Н. Башкатова, Т. Н. Урядова, Е. И. Капустина ; под общ. ред. Л. А. Латышевой ; СтГАУ. - Москва - Ставрополь : Миракль, 2016. - 2,27 МБ.
6. Финансовый менеджмент: учебник / Кириченко Т.Т. - М.: Дашков и К, 2018. - 484 с.: ISBN 978-5-394-01996-8 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/415005>

## **Тема 6: КОМПЛЕКСНОЕ ОПЕРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМИ АКТИВАМИ И КРАТКОСРОЧНЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ ОРГАНИЗАЦИИ**

*Целью* является рассмотрение чистого оборотного капитала и текущих финансовых потребностей организации; процесс ускорения оборачиваемости оборотных средств как способа снижения текущих финансовых потребностей; выбор политики комплексного оперативного управления текущими активами и текущими пассивами; а также анализ и управление дебиторской задолженностью.

### **План**

1. Чистый оборотный капитал и текущие финансовые потребности организации
2. Ускорение оборачиваемости оборотных средств – способ снижения текущих финансовых потребностей
3. Выбор политики комплексного оперативного управления текущими активами и текущими пассивами
4. Анализ и управление дебиторской задолженностью

### **1. Чистый оборотный капитал и текущие финансовые потребности организации**

**Активы** предприятия делятся на **основные** (фиксированные, постоянные — земля, здания, сооружения, оборудование, нематериальные активы, др. основные средства и вложения) и **оборотные** (текущие, т. е. все остальные активы баланса). Основные активы труднореализуемы в том смысле, что может понадобиться значительное время, немалые хлопоты и даже дополнительные затраты для реализации этих активов в случае необходимости. В свою очередь, оборотные активы делятся, в зависимости от

способности более или менее легко обращаться в деньги, на *медленнореализуемые* (запасы готовой продукции, сырья и материалов), *быстрореализуемые* (дебиторская задолженность, средства на депозитах) и *наиболее ликвидные* (денежные средства и краткосрочные рыночные ценные бумаги). Далее, основные активы и та часть оборотных активов, которая находится на протяжении достаточно представительного периода (года) на неизменном уровне, не завися от сезонных и иных колебаний, в сумме составляют *стабильные активы*. Остальные же активы могут быть названы *нестабильными*.

Пассивы подразделяются на собственные и заемные. Собственные средства и долгосрочные кредиты и займы объединяются в *постоянные пассивы*; краткосрочные кредиты и займы, кредиторская задолженность и та часть долгосрочных кредитов и займов, срок погашения которой наступает в данном периоде, составляют в сумме *краткосрочные (текущие) пассивы*.

Тесно взаимосвязанные и взаимообусловленные задачи комплексного оперативного управления текущими активами и текущими пассивами предприятия сводятся:

- 1) к превращению текущих финансовых потребностей (ТФП) предприятия в отрицательную величину;
- 2) к ускорению оборачиваемости оборотных средств предприятия;
- 3) к выбору наиболее подходящего для предприятия типа политики комплексного оперативного управления текущими активами и текущими пассивами, или, управления «работающим капиталом».

В процессе эксплуатации инвестиций, т.е. в текущей хозяйственной деятельности предприятие испытывает краткосрочные потребности в денежных средствах: необходимо закупать сырье, оплачивать топливо, формировать запасы, предоставлять отсрочки платежа покупателям и т. д.

*Разница между текущими активами и текущими пассивами* представляет собой **ЧИСТЫЙ ОБОРОТНЫЙ КАПИТАЛ ПРЕДПРИЯТИЯ**. Его еще называют **работающим, рабочим капиталом**, а в

традиционной терминологии – **собственными оборотными средствами** (СОС). Заметим, что чистый оборотный капитал можно с одинаковым успехом подсчитывать по балансу **двумя способами**: «снизу» и «сверху».

Оставшуюся же часть оборотных активов, если она не покрыта денежными средствами, надо финансировать в долг – кредиторской задолженностью. Не хватает кредиторской задолженности – приходится брать краткосрочный кредит.

Мы подходим, таким образом, к понятию **текущих финансовых потребностей (ТФП)**.

**ТЕКУЩИЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОТРЕБНОСТИ (ТФП) - это:**

- разница между текущими активами (без денежных средств) и кредиторской задолженностью;

- разница между средствами, иммобилизованными в запасах сырья, готовой продукции, а также в дебиторской задолженности, и суммой кредиторской задолженности;

- не покрытая ни собственными средствами, ни долгосрочными кредитами, ни кредиторской задолженностью часть чистых оборотных активов;

- недостаток собственных оборотных средств;

- дефицит в бюджете предприятия;

- потребность в краткосрочном кредите.

Учитывая остроту проблемы недостатка СОС, сконцентрируемся на природе ТФП и способах их регулирования.

**Для финансового состояния предприятия**

**БЛАГОПРИЯТНО:** Получение отсрочек платежа от поставщиков (коммерческий кредит), от работников предприятия (если имеет место задолженность по зарплате), от государства (если в краткосрочном периоде есть задолженность по уплате налогов) и т. д. Отсрочки платежа дают источник финансирования, порождаемый самим эксплуатационным циклом.

**НЕБЛАГОПРИЯТНО:**

- Замораживание определенной части средств в запасах (резервных и текущих запасах сырья, запасах готовой продукции). Это порождает первостепенную потребность предприятия в финансировании.

- Предоставление отсрочек платежа клиентам. Такие отсрочки соответствуют, однако, коммерческим обычаям. Предприятие воздерживается при этом от немедленного возмещения затрат - отсюда вторая важнейшая потребность в финансировании.

На ТФП оказывают влияние:

- *во-первых*, длительность эксплуатационного и сбытового циклов: чем быстрее сырье превращается в готовую продукцию, а готовая продукция – в деньги, тем меньше иммобилизация денежных средств в запасах сырья и готовой продукции;

- *во-вторых*, темпы роста производства: поскольку текущие финансовые потребности вытекают непосредственно из величины оборота, постольку и величина их изменяется параллельно динамике оборота; больший объем выпуска требует и больших средств на сырье, материалы, энергоносители и прочее. Кроме того, в условиях инфляции предприятия предпочитают создавать солидные запасы сырья, чтобы не переплачивать за него после очередного взлета цен;

- *в-третьих*, сезонность производства и реализации готовой продукции, а также снабжения сырьем и материалами. Несхождение сроков поступлений и платежей может довести предприятие до отсутствия средств для осуществления расчетов в выполнение своих обязательств — так называемой технической неплатежеспособности (разрыва ликвидности);

- *в-четвертых*, состояние конъюнктуры: при «разогретом» и высококонкурентном рынке самое нелепое, что может случиться с продавцом - это остаться без товара, для скорейшей поставки покупателю. Чтобы опередить конкурентов, нужно поддерживать запасы готовой продукции на разумном уровне. Общеизвестно также, что наращивание оборота - приводит обычно к разбуханию дебиторской задолженности предприятия, ибо

конкуренция вынуждает продавца, привлекать покупателей все более выгодными условиями коммерческого кредита;

- *в-пятых*, величина и норма добавленной стоимости: чем меньше норма добавленной стоимости (*Добавленная стоимость : Выручка от реализации x 100*), тем в большей степени коммерческий кредит поставщиков способен компенсировать клиентскую задолженность. Парадокс заключается в том, что при высокой норме добавленной стоимости и, казалось бы, небольшой степени зависимости предприятия от закупок сырья, фирме приходится просить своих поставщиков о более длительных отсрочках платежей.

## **2. Ускорение оборачиваемости оборотных средств – способ снижения текущих финансовых потребностей**

Вернемся к постановке основной задачи рационального управления оборотными активами предприятия: всеми силами и средствами сокращать периоды оборачиваемости запасов и кредиторской задолженности и увеличивать средний срок оплаты кредиторской задолженности (в рамках деловой этики, разумеется), с целью снижения ТФП, вплоть до превращения их в отрицательную величину. Здесь мы рассматриваем в основном те возможности маневра по сокращению ТФП предприятия и сроков оборачиваемости оборотных средств, которые относятся к «стыку» финансов и сбыта:

- Скидки покупателям за сокращение сроков расчета (спонтанное финансирование).
- Учет векселей и факторинг.

Определение скидок покупателям за сокращение сроков расчета (спонтанное финансирование) — следующая задача.

Предоставляя покупателю отсрочку платежа за товар, продавец, по существу, предоставляет своему партнеру кредит, который, вопреки бытующему мнению, отнюдь не является бесплатным. Вот только которому из этих двух персонажей приходится платить, не открывая кошелек?



Предоставляя отсрочку в 45 дней, вы идете на упущенную выгоду — тот же убыток — по крайней мере в сумме банковского процента, который мог бы «набежать» на вашу сумму за полтора месяца, получи вы ее немедленно. Более того, если ваша рентабельность превышает среднебанковскую ставку процента, то сумма платежа, немедленно пущенная вами в оборот, могла бы принести еще большее приращение.

С другой стороны, зачастую трудно реализовать свой товар, не предоставляя коммерческого кредита. В странах развитой рыночной экономики давно был найден и успешно применяется способ облегчения страданий поставщика, небесприбыльный и для покупателя: **спонтанное финансирование.**

Эффективность управления текущими активами и текущими пассивами можно также повысить, разумно используя учет **векселей и факторинг** с целью превращения ТФП в отрицательную величину и ускорения оборачиваемости оборотных средств.

Действующее законодательство по вексельному обращению дает определение векселя и подробно регламентирует действия всех персонажей вексельных операций, поэтому нет смысла останавливаться на этих вопросах. Интерес сейчас вызывает только главное экономическое предназначение учета векселя: немедленное превращение дебиторской задолженности поставщика в деньги на его счете. Но за это удовольствие приходится платить.

Слово *factor* в переводе с английского языка означает *маклер, посредник*. С экономической точки зрения, факторинг относится к посредническим операциям. **Факторинг** можно определить как деятельность специализированного учреждения (факторинговой компании или факторингового отдела банка) по взысканию денежных средств с должников своего клиента (промышленной или торговой компании) и управлению его долговыми требованиями.

**В факторинговых операциях участвуют три стороны:**

1) **факторинговая компания (или факторинговый отдел банка)** — специализированное учреждение, покупающее счета-фактуры у своих клиентов;

2) **клиент (поставщик товара, кредитор)** — промышленная или торговая фирма, заключившая соглашение с факторинговой компанией;

3) **предприятие (заемщик)** — фирма-покупатель товара

Факторинговые услуги предоставляются «без финансирования» или «с финансированием».

В первом случае клиент, продавший счет-фактуру факторинговой компании, получает от последней сумму счета-фактуры при наступлении срока платежа.

Во втором случае клиент может требовать немедленной оплаты счета-фактуры вне зависимости от предусмотренного срока платежа за товар. При этом факторинговая компания по сути дела предоставляет кредит своему клиенту, т.е. осуществляет финансирование в виде досрочной оплаты поставленных товаров. Другими словами, факторинговая компания возмещает клиенту большую часть суммы, указанной в счете-фактуре. Оставшаяся сумма обязательно возмещается продавцу в момент наступления срока платежа за товар.

Факторинговая компания может оплатить счет в момент наступления срока платежа или досрочно. В последнем случае она выполняет функции банка, поскольку досрочное предоставление денежных средств клиенту равносильно выдаче ему кредита. Наиболее важной услугой здесь является **гарантия платежа клиенту**. Эта гарантия охватывает полный объем внутренних и международных операций: факторинговая компания обязана оплатить клиенту все акцептованные счета-фактуры даже в случае неплатежеспособности должников.

*Стоимость факторинговых услуг складывается из двух элементов:*

*1) комиссии (платы за обслуживание в процентах от суммы счета-фактуры) и*

*2) процентов, взимаемых при досрочной оплате представленных документов.*

### **3. Выбор политики комплексного оперативного управления текущими активами и текущими пассивами**

Суть этой политики состоит, с одной стороны, в определении достаточного уровня и рациональной структуры текущих активов, учитывая, что предприятия различных сфер и масштабов деятельности испытывают неодинаковые потребности в текущих активах для поддержания заданного объема реализации, а с другой стороны — в определении величины и структуры источников финансирования текущих активов.

Если предприятие не ставит никаких ограничений в наращивании текущих активов, держит значительные денежные средства, имеет значительные запасы сырья и готовой продукции и, стимулируя покупателей, раздувает дебиторскую задолженность — удельный вес текущих активов в общей сумме всех активов высок, а период оборачиваемости оборотных средств длителен, — это **признаки агрессивной политики управления текущими активами**. Агрессивная политика способна снять с повестки дня вопрос возрастания риска технической неплатежеспособности, но не может обеспечить повышенную экономическую рентабельность активов.

Если предприятие всячески сдерживает рост текущих активов, стараясь минимизировать их — удельный вес текущих активов в общей сумме всех активов низок, а период оборачиваемости оборотных средств краток — это **признаки консервативной политики управления текущими активами**. Такую политику предприятия ведут либо в условиях достаточной определенности ситуации, когда объем продаж, сроки поступлений и платежей, необходимый объем запасов и точное время их потребления и т. д. известны заранее, либо при необходимости строжайшей экономии буквально на всем. Консервативная политика управления текущими активами

обеспечивает высокую экономическую рентабельность активов, но несет в себе чрезмерный риск возникновения технической неплатежеспособности из-за малейшей заминки или ошибки в расчетах, ведущей к десинхронизации сроков поступлений и выплат предприятия.

Если предприятие придерживается «центристской позиции» - это **умеренная политика управления текущими активами**. И экономическая рентабельность активов, и риск технической неплатежеспособности, и период оборачиваемости оборотных средств находятся на средних уровнях.

Каждому из перечисленных типов политики управления текущими активами должна быть под стать соответствующая политика финансирования, т. е. **политика управления текущими пассивами**.

Признаком **агрессивной политики управления текущими пассивами** служит абсолютное преобладание краткосрочного кредита в общей сумме всех пассивов. При такой политике у предприятия повышается уровень эффекта финансового рычага. Постоянные затраты отягощаются процентами за кредит, увеличивается сила воздействия операционного рычага, но все же в меньшей степени, чем при преимущественном использовании более дорогого долгосрочного кредита, как это обычно бывает в случае выбора консервативной политики управления текущими пассивами.

Признаком **консервативной политики управления текущими пассивами** служит отсутствие или очень низкий удельный вес краткосрочного кредита в общей сумме всех пассивов предприятия. И стабильные, и нестабильные активы при этом финансируются, в основном, за счет постоянных пассивов (собственных средств и долгосрочных кредитов и займов).

Признаком **умеренной политики управления текущими пассивами** служит нейтральный (средний) уровень краткосрочного кредита в общей сумме всех пассивов предприятия.

Сочетаемость различных типов политики управления текущими активами и политики управления текущими пассивами показана на матрице

выбора политики комплексного оперативного управления текущими активами и текущими пассивами. Матрица показывает:

- что консервативной политике управления текущими активами может соответствовать умеренный или консервативный тип политики управления текущими пассивами, но не агрессивный;
- что умеренной политике управления текущими активами может соответствовать любой тип политики управления текущими пассивами;
- что агрессивной политике управления текущими активами может соответствовать агрессивный или умеренный тип политики управления текущими пассивами, но не консервативный.

#### **4. Анализ и управление дебиторской задолженностью**

В современной хозяйственной практике дебиторская задолженность классифицируется по следующим видам:

1. дебиторская задолженность за товары, работы, услуги срок оплаты которых не наступил;
2. дебиторская задолженность за товары, работы, услуги, неоплаченные в срок;
3. дебиторская задолженность по векселям полученным;
4. дебиторская задолженность по расчетам с бюджетом;
5. дебиторская задолженность по расчетам с персоналом;
6. прочие виды дебиторской задолженности.

Среди перечисленных видов наибольший объем дебиторской задолженности предприятий приходится на задолженность покупателей за отгруженную продукцию (первые три вида дебиторской задолженности). В общей сумме дебиторской задолженности на расчеты с покупателями приходится 80-90%. Поэтому управление дебиторской задолженностью на предприятии связано в первую очередь с оптимизацией размера и обеспечением инкассации задолженности покупателей по расчетам за реализованную

продукцию. В целях эффективного управления этой дебиторской задолженностью на предприятиях должна разрабатываться и осуществляться особая финансовая политика управления дебиторской задолженностью (или его кредитная политика по отношению к покупателям продукции).

**Политика управления дебиторской задолженностью** представляет собой часть общей политики управления оборотными активами и маркетинговой политики предприятия, направленной на расширение объема реализации продукции и заключающейся в оптимизации общего размера этой задолженности и обеспечении своевременной ее инкассации.

**Дебиторская задолженность.** В отличие от производственных запасов и незавершенного производства, которые достаточно статичны, не могут быть резко изменены, поскольку в значительной степени определяются сутью технологического процесса, дебиторская задолженность представляет собой весьма переменный и динамичный элемент оборотных средств, существенно зависящий от принятой в компании политики в отношении покупателей продукции. Поскольку дебиторская задолженность представляет собой иммобилизацию собственных оборотных средств, т. е. в принципе она невыгодна предприятию, поэтому с очевидностью напрашивается вывод о ее максимально возможном сокращении. Теоретически дебиторская задолженность может быть сведена до минимума, тем не менее этого не происходит по многим причинам, в том числе и по причине конкуренции.

С позиции возмещения стоимости поставленной продукции *продажа может быть выполнена одним из трех способов:*

(а) предоплата (товар оплачивается полностью или частично до передачи его продавцом),

(б) оплата за наличный расчет (товар оплачивается полностью в момент передачи товара, т. е. происходит как бы обмен товара на деньги),

(в) оплата в кредит (товар оплачивается через определенное время после его передачи покупателю).

В рыночной экономике именно последний способ является основным и осуществляется обычно в виде безналичных расчетов, основными формами которых являются платежное поручение, аккредитив, расчеты по инкассо и расчетный чек. Последняя схема наиболее невыгодна продавцу, поскольку ему приходится кредитовать покупателя, однако именно она является основной в системе расчетов за поставленную продукцию. При оплате с отсрочкой платежа как раз и возникает дебиторская задолженность по товарным операциям как естественный элемент подобной общепринятой системы расчетов.

Вырабатывая политику кредитования покупателей своей продукции, предприятие должно определиться по следующим ключевым вопросам:

- срок предоставления кредита (чаще всего в компании существует несколько типовых договоров, предусматривающих предельный срок оплаты продукции);
- стандарты кредитоспособности (критерии, по которым поставщик определяет финансовую состоятельность покупателя и вытекающие отсюда возможные варианты оплаты);
- система создания резервов по сомнительным долгам (предполагается, что, как бы ни была отлажена система работы с дебиторами, всегда существует риск неполучения платежа, хотя бы по форс-мажорным обстоятельствам; поэтому исходя из принципа осторожности необходимо заранее создавать резерв на потери в связи с несостоятельностью покупателя);
- система сбора платежей (сюда входят процедуры взаимодействия с покупателями в случае нарушения условий оплаты, совокупность критериальных значений показателей, свидетельствующих о существенности нарушений в оплате, система наказания недобросовестных контрагентов и др.);
- система предоставляемых скидок (в рыночной экономике является обычной практика предоставления скидок в случае оговоренного и достаточно короткого периода оплаты поставленной продукции).

Эффективная система установления взаимоотношений с покупателями подразумевает:

- (а) качественный отбор клиентов, которым можно предоставлять кредит;
- (б) определение оптимальных условий кредитования;
- (в) четкую процедуру предъявления претензий;
- (г) контроль за тем, как клиенты исполняют условия договоров.

Как бы ни была эффективна система отбора покупателей, в ходе взаимодействия с ними не исключаются всевозможные накладки, поэтому предприятие вынуждено организовывать некоторую систему контроля за исполнением покупателями платежной дисциплины. Эта система, называемая системой администрирования взаимоотношений с покупателями, подразумевает:

- (а) регулярный мониторинг дебиторов по видам продукции, объему задолженности, срокам погашения и др.;
- (б) минимизацию временных интервалов между моментами завершения работ, отгрузки продукции, предъявления платежных документов;
- (в) направление платежных документов по надлежащим адресам;
- (г) аккуратное рассмотрение запросов клиентов об условиях оплаты;
- (д) четкую процедуру оплаты счетов и получения платежей.

**Денежные средства.** В условиях рыночной экономики значимость денежных средств и их эквивалентов определяется следующими причинами: рутинность (необходимость денежного обеспечения текущих операций), предосторожность (необходимость погашения непредвиденных платежей), спекулятивность (возможность участия в заранее непредусмотренном выгодном проекте).

Система эффективного управления денежными средствами подразумевает выделение *четырёх* крупных блоков процедур, требующих определенного внимания финансового менеджера:

- (а) расчет финансового цикла;
- (б) анализ движения денежных средств,



(в) прогнозирование денежных потоков,

(г) определение оптимального уровня денежных средств.

*Расчет финансового цикла.* Ранее было рассмотрено понятие продолжительности операционного цикла  $D_{oc}$  как показателя, характеризующего длительность периода в среднем, в течение которого денежные средства «омертвлены» в неденежных оборотных активах. Это - оценка прежде всего эффективности производственной и коммерческой деятельности. Что касается финансовой деятельности, одним из главных элементов которой является способность предприятия своевременно рассчитываться по своим обязательствам, то для оценки ее эффективности более пригоден показатель продолжительности финансового цикла, численно равный длине временного интервала (в среднем) между оттоком денежных средств в связи с осуществлением текущей производственной деятельности и их притоком как результатом производственно-финансовой деятельности:

$$D_{oc} = Inv_d + AR_d - AP_d,$$

где  $Inv_d$  - оборачиваемость средств, «омертвленных» в производственных запасах (в днях);

$AR_d$  - оборачиваемость средств, «омертвленных» в дебиторской задолженности (в днях);

$AP_d$  - оборачиваемость кредиторской задолженности (в днях); рассчитывается отношением средней кредиторской задолженности к однодневным затратам материальных производственных запасов.

*Анализ движения денежных средств.* Смысловая нагрузка этого блока определяется прежде всего тем обстоятельством, что с позиции контроля и оценки эффективности функционирования предприятия необходимо иметь представление о том, какие виды деятельности генерируют основной объем денежных поступлений и оттоков. Анализ движения денежных средств позволяет определить сальдо денежного потока в результате текущей, инвестиционной и финансовой деятельности. Наиболее распространен в анализе так называемый *прямой метод*, предполагающий идентификацию

всех операций, затрагивающих дебет денежных счетов (приток денежных средств) и кредит денежных счетов (отток денежных средств). Идентификация соответствующих проводок в системе бухгалтерского учета обеспечивает помимо прочего группировку оттоков и притоков денежных средств по важнейшим видам деятельности (текущая, инвестиционная, финансовая).

*Прогнозирование денежных потоков.* Смысловая нагрузка этого блока определяется тем обстоятельством, что многие решения финансового характера, например инвестиции и выплата дивидендов, нередко предполагают единовременные оттоки крупных объемов денежных средств, которые должны быть своевременно накоплены. Прогнозирование денежных потоков является неременным атрибутом бизнес-планирования и вообще взаимоотношений с потенциальным и (или) стратегическим инвестором.

Стандартная последовательность процедур методики прогнозирования денежных потоков в определенном периоде выглядит следующим образом: прогнозирование денежных поступлений; прогнозирование оттоков денежных средств; расчет чистого денежного потока (излишек/недостаток); определение совокупной потребности в долгосрочном (краткосрочном) финансировании.

*Определение оптимального уровня денежных средств.* Смысловая нагрузка последнего блока определяется необходимостью нахождения компромисса между, с одной стороны, желанием обезопасить себя от ситуаций хронической нехватки денежных средств и, с другой стороны, желанием вложить свободные денежные средства в какое-то дело с целью получения дополнительного дохода. В мировой практике разработаны методы оптимизации остатка денежных средств, в основе которых заложены те же идеи, что и в методах оптимизации производственных запасов. Наибольшую известность получили модели Баумоля, Миллера-Орра, Стоуна и имитационное моделирование по методу Монте-Карло. Суть данных моделей состоит в том, чтобы дать рекомендации о коридоре варьирования остатка денежных средств, выход за пределы которого предполагает либо

конвертацию денежных средств в ликвидные ценные бумаги, либо обратную процедуру.

### **Вопросы для самопроверки**

1. Понятие и состав основных и оборотных средств организации
2. Понятие чистого оборотного капитала
3. Понятие текущих финансовых потребностей организации
4. Ускорение оборачиваемости оборотных средств – способ снижения текущих финансовых потребностей
5. Выбор политики комплексного оперативного управления текущими активами
6. Выбор политики комплексного оперативного управления текущими пассивами
7. Матрица соответствия политик комплексного оперативного управления текущими активами и пассивами
8. Анализ и управление дебиторской задолженностью

### **Тесты для контроля самостоятельной работы**

1. Прирост или снижение выручки от реализации в плановом периоде по сравнению с базисным непосредственно приводит к изменению в балансе:
  - убытков
  - внеоборотных активов
  - оборотных активов
2. Увеличение выручки от реализации ...
  - не влияет на структуру баланса активов и пассивов
  - улучшает или ухудшает в зависимости от других условий
  - улучшает структуру баланса активов и пассивов
  - ухудшает структуру баланса

### 3. Оборотные средства - это ...

- Денежные средства, авансируемые в оборотные производственные фонды и фонды обращения
- денежные средства, авансируемые в основные фонды и товарные запасы
- финансовые ресурсы, направляемые на текущие расходы и развитие

### 4. Оборотные фонды ...

- непосредственно участвуют в создании новой стоимости
- активно участвуют в создании новой стоимости
- не участвуют в создании новой стоимости

### 5. Основное назначение фондов обращения обеспечение ...

- бесперебойности производства
- достаточного уровня заемных средств
- ресурсами процесса обращения

### 6. Оборотные средства ...

- подлежат частичному изъятию в бюджет
- могут быть частично изъяты в бюджет при определенных условиях
- находятся в распоряжении предприятия и изъятию не подлежат

### 7. Одной из основных составляющих оборотных средств являются ...

- производственные запасы предприятия
- текущие активы
- основные фонды

### 8. Коэффициентами деловой активности являются:

- коэффициенты выплаты дивидендов
- коэффициенты фондоотдачи и фондоемкости
- производительность труда

- коэффициенты рентабельности
- коэффициенты оборачиваемости текущих активов

9. Рентабельность производственных фондов определяется отношением:

- балансовой прибыли к средней стоимости имущества предприятия
- балансовой прибыли к стоимости основных фондов и материальных оборотных средств
- балансовой прибыли к объему реализованной продукции
- прибыли от реализации к стоимости основных производственных фондов

10. Между коэффициентом текущей ликвидности и коэффициентом обеспеченности собственными средствами ... зависимость

- существует прямая
- отсутствует
- существует обратная

11. Предприятие в соответствии с нормативными критериями признается неплатежеспособным, если его коэффициент обеспеченности собственными средствами ниже ...

- 0,5
- 0,95
- 0,1

12. Ускорение оборачиваемости дебиторской задолженности ... финансового(ое) состояния(ие) предприятия

- является фактором улучшения
- является фактором ухудшения
- не влияет на

13. В процессе выбора политики финансирования оборотных активов предприятия используется их классификация:

- по периоду функционирования;
- по форме функционирования;
- по степени ликвидности.

14. Какие 3 типа политик финансирования активов могут быть выработаны:

- умеренный, компромиссный, агрессивный;
- жесткий, консервативный, мягкий;
- консервативный, умеренный, агрессивный.

15. Что отражает тот или иной тип политики:

- коэффициент чистых постоянных активов;
- коэффициент чистых оборотных активов;
- коэффициент достаточности финансирования оборотных активов.

16. Какой тип политики финансирования оборотных активов предполагает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала должна финансироваться постоянная часть оборотных активов и примерно половина оборотной их части:

- консервативный;
- умеренный;
- агрессивный.

17. Какой тип политики финансирования оборотных активов предполагает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала должна финансироваться постоянная часть оборотных активов:

- консервативный;
- умеренный;

- агрессивный.

18. Какой тип политики финансирования оборотных активов предполагает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала финансируется лишь небольшая доля постоянной их части (не более половины)

- консервативный;
- умеренный;
- агрессивный.

19. В каком случае коэффициент чистых оборотных активов будет минимальным:

- в случае осуществления предприятием консервативной политики;
- в случае осуществления предприятием агрессивной политики;
- в случае осуществления предприятием умеренной политики.

20. В каком случае коэффициент чистых оборотных активов будет стремиться к 1:

- в случае осуществления предприятием консервативной политики;
- в случае осуществления предприятием агрессивной политики;
- в случае осуществления предприятием умеренной политики.

21. К снижению какого показателя приводит осуществление консервативного типа политики финансирования оборотных активов:

- уровень финансовой устойчивости предприятия;
- уровень рентабельности собственного капитала;
- уровень текущей платежеспособности предприятия.

22. Соотношение каких показателей отражает политика финансирования оборотных активов:

- уровень доходности и риск финансовой деятельности;
- уровень доходности и дивидендных выплат;
- уровень контроля за денежными активами предприятия и риск финансовой деятельности.

## **Литература**

1. Финансовый менеджмент: учебник / Кириченко Т.Т. - М.: Дашков и К, 2018. - 484 с.: ISBN 978-5-394-01996-8 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/415005>
2. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник. / Под ред. Е.С. Стояновой. - 4-изд., перераб. и доп. - М.: Перспектива, 2009,- 656 с.
3. ЭБС «Znaniум»: Финансовый менеджмент : учебник / Е.В. Лисицына, Т.В. Ващенко, М.В. Забродина ; под ред. К.В. Екимовой. - М. : ИНФРА-М, 2018. - 184 с. - (Высшее образование: Бакалавриат). Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/952263>
4. ЭБ «Труды ученых СтГАУ»: Финансовый менеджмент [электронный полный текст] : учебник / Л. А. Латышева, Ю. М. Складорова, И. Ю. Складоров, С. В. Фролко, А. Я. Глушко, Л. В. Кулешова, Т. В. Скребцова, С. Ю. Шамрина, Н. В. Собченко, П. В. Нестеренко, Т. Н. Башкатова, Т. Н. Урядова, Е. И. Капустина ; под общ. ред. Л. А. Латышевой ; СтГАУ. - Москва - Ставрополь : Миракль, 2016. - 2,27 МБ.
5. Финансовый менеджмент: учебник / Кириченко Т.Т. - М.: Дашков и К, 2018. - 484 с.: ISBN 978-5-394-01996-8 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/415005>



## **Тема 7: УПРАВЛЕНИЕ СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА, СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА**

*Целью* является рассмотрение понятия и трактовок капитала; процесс управления собственным капиталом; процесс управления заемным капиталом; лизинг как источник финансирования; а также теории структуры капитала.

### **План**

1. Капитал: сущность, трактовки
2. Управление собственным капиталом
3. Управление заемным капиталом
4. Лизинг как источник финансирования
5. Теории структуры и стоимости капитала

### **1. Капитал: сущность, трактовки**

Одно из ключевых понятий в теории финансов вообще и в системе финансирования деятельности хозяйствующего субъекта в частности — капитал.

Понятие «капитал» (Capital), без сомнения, относящееся к числу ключевых понятий рыночной экономики, используется при характеристике вариантов и способов финансирования экономики в целом, ее отдельных сегментов и фирм.

Сам термин имеет неоднозначную трактовку в отечественной и зарубежной научной литературе. Традиционно принято говорить о существовании двух основных подходов – экономическом и бухгалтерском, названных так постольку, поскольку считается, что первый более широко распространен среди экономистов, второй – среди бухгалтеров. Вместе с тем во многих руководствах по финансовому анализу можно встретиться с третьим подходом, названным учетно-аналитическим и представляющим

собой некоторую комбинацию двух первых. Приведем краткую их характеристику.

В рамках *экономического подхода* реализуется так называемая физическая концепция капитала, который рассматривается в широком смысле как совокупность ресурсов, являющихся универсальным источником доходов общества, и подразделяется на:

- (а) личностный (неотчуждаемый от его носителя, т. е. человека),
- (б) частный,
- (в) публичных союзов, включая государство.

*Согласно физической концепции капитал* в приложении к фирме рассматривается как совокупность ее производственных мощностей, имеющих целью производство определенных благ и получение прибыли в результате их реализации. Иными словами, в данном контексте термин «капитал» используется как характеристика генерирующих возможностей фирмы, т. е. ее способностей производить тот или иной объем благ, а потому при демонстрации экономической мощи фирмы отдают предпочтение не историческим, а текущим ценам. Этим же обуславливается и определенное ограничение на трактовку прибыли, генерируемой в результате функционирования данного капитала: прибыль за отчетный период признается лишь в объеме превышения фактической производительной мощи фирмы на конец периода по сравнению с этим же показателем на начало периода.

Концепцию физического капитала выразил, П.Б. Струве (1870-1944), по мнению которого капитал - это «благо, назначенное не на непосредственное потребление, а на получение дохода, и выступает перед нами в двойной форме - натуральной и денежной». Заметим, что в этой формулировке выпадает из рассмотрения весьма объемный актив - расчеты (дебиторская задолженность), которая также представляет собой одно из проявлений капитала, поскольку средства, в ней отраженные, также не направлены на непосредственное потребление, а предназначены для получения в будущем дохода.

В рамках экономического подхода капитал нередко подразделяется на реальный и финансовый. Реальный капитал воплощается в материально-вещественных благах как факторах производства (зданиях, машинах, транспортных средствах, сырье и др.); финансовый - в ценных бумагах и денежных средствах. В соответствии с этой концепцией величина капитала исчисляется как итог бухгалтерского баланса по активу. Строго говоря, актив баланса необходимо очистить от некоторых статей, завышающих валюту баланса, однако удельный вес их в валюте незначителен.

В рамках *бухгалтерского подхода*, реализуемого прежде всего на уровне хозяйствующего субъекта, капитал трактуется как интерес собственников этого субъекта в его активах, т. е. термин «капитал» в этом случае выступает синонимом чистых активов, а его величина рассчитывается как разность между суммой активов субъекта и величиной его обязательств. Такое представление известно как финансовая концепция капитала.

Именно этому подходу следовали немецкие балансоведы начала XX в. (например, работа известного бухгалтера В. Ле-Кутре (Walter Le Coultre)). Такое представление выражается формально следующей балансовой моделью:

$$E = A - L,$$

где  $A$  – активы хозяйствующего субъекта, в стоимостной оценке;

$E$  – капитал (собственников);

$L$  – обязательства перед третьими лицами.

Ресурсы, предоставленные фирме ее собственниками (как правило, в денежной форме), на момент инвестирования имели определенную покупательную способность; именно ее неуменьшение с течением времени интересует собственников прежде всего. Отсюда ограничения на трактовку прибыли в рамках данной концепции: прибыль за отчетный период признается лишь в объеме, равном имевшему место за этот период приращению фактической покупательной способности инвестированного собственниками капитала. Кроме того, поскольку здесь акцентируется внимание на вложении собственников в активы фирмы и эффективности этих вложений, более

предпочтительным оказывается использование исторических цен, которые, в сравнении с полученными доходами, демонстрируют требуемую эффективность.

В соответствии с этим подходом величина капитала исчисляется как итог раздела III «Капитал и резервы» бухгалтерского баланса.

Итак, подведем итог; *физическая концепция капитала* акцентирует внимание на генерирующих (т. е. производительных) мощностях фирмы как единого имущественного комплекса и самостоятельного участника бизнес-отношений, тогда как *в рамках финансовой концепции капитала* акцент делается на динамику покупательной способности средств, вложенных собственниками в активы фирмы. Выбор той или иной концепции важен при определении конечного финансового результата текущей деятельности фирмы.

*Учетно-аналитический подход* является, по сути, некоторой комбинацией двух предыдущих подходов и использует модификации физической и финансовой концепций капитала. В этом случае капитал как совокупность ресурсов характеризуется одновременно с двух сторон:

а) направлений его вложения (капитал как единая самостоятельная субстанция не существует и всегда облекается в некоторую физическую форму),

б) источников происхождения (откуда получен капитал, чей он).

Соответственно выделяют две взаимосвязанные разновидности капитала: активный и пассивный капиталы. Активный капитал — это производственные мощности хозяйствующего субъекта, формально представленные в активе его бухгалтерского баланса в виде двух блоков — основного и оборотного капиталов. Пассивный капитал - это долгосрочные источники средств, за счет которых сформированы активы субъекта; они подразделяются на собственный и заемный капиталы.

Собственный капитал есть часть стоимости активов предприятия, достоящейся его собственникам после удовлетворения требований третьих

лиц. Оценка собственного капитала может быть выполнена формально (причем одним из двух способов: по балансовым оценкам, т. е. по данным текущего учета и отчетности, или рыночным оценкам) или фактически, т. е. в случае ликвидации предприятия. В известном смысле собственный капитал можно трактовать как аналог долгосрочной задолженности предприятия перед своими собственниками (данное утверждение не следует понимать буквально, поскольку собственно предприятие не имеет обязательства вернуть средства собственникам; последние могут получить определенный эквивалент вложенных ими средств либо через механизмы рынка, либо после ликвидации предприятия). Формально собственный капитал представлен в пассиве баланса в той или иной градации; основными его компонентами являются уставный, дополнительный и резервный капиталы, а также нераспределенная прибыль.

Заемный капитал есть денежная оценка средств, предоставленных предприятию на долгосрочной основе третьими лицами. В отличие от собственного заемный капитал:

(а) подлежит возврату, причем условия возврата оговариваются на момент его мобилизации;

(б) постоянен в том смысле, что с позиции поставщиков капитала номинальная величина основной суммы долга не меняется (если банк предоставил долгосрочный кредит в размере 10 млн. долл., то именно эта сумма и будет возвращена; напротив, вложение аналогичной суммы в акции может с течением времени сопровождаться как доходами, так и потерями).

Формально заемный капитал представлен в пассиве баланса как совокупность долгосрочных обязательств предприятия перед третьими лицами, а его основными компонентами являются долгосрочные кредиты и займы, в том числе облигационные.

В соответствии с учетно-аналитическим подходом величина капитала исчисляется как сумма итогов раздела III «Капитал и резервы» и IV «Долгосрочные обязательства» бухгалтерского баланса.

Экономический подход к трактовке понятия «капитал» нагляден. Что касается двух других подходов, то здесь ситуация несколько сложнее, а интерпретация капитала в плане его физической, материальной идентификации не столь очевидна. Дело в том, что принятая в современной бухгалтерии двойная запись дает уникальную возможность характеризовать один и тот же объект с разных сторон. Как известно, правая (источниковая) сторона баланса дает представление о тех же средствах фирмы, но не с позиции их материально-вещественного состава, а с позиции источников их финансирования. Отсюда следует важный для понимания экономической сути балансовых статей вывод: с позиции материально-вещественного представления капитал, трактуемый в контексте финансовой концепции, как и все другие виды источников, обезличен, т.е. он распылен по активам предприятия. В этом смысле наличие собственного и заемного капитала нельзя представлять, например, таким образом, что часть средств на расчетном счете является собственными, а часть заемными. Все средства, показанные в активе баланса, за исключением имущества, полученного по договору финансовой аренды, являются собственными средствами предприятия, но вот профинансированы они из разных источников. В случае ликвидации предприятия удовлетворение требований лиц, предоставивших свои средства предприятию, будет осуществляться в соответствии с законом в определенной последовательности и сумме. Для того чтобы избежать путаницы, в рамках учетно-аналитического подхода термин «активный капитал» стараются не использовать. Поэтому за элементами активной стороны баланса обычно закреплен термин «средства», тогда как термин «капитал» рассматривается как одна из характеристик финансовой структуры фирмы, представленной формально пассивом баланса.

Таким образом, **термин «капитал»** часто используют и для характеристики активов организации, разделяя их на основной (долгосрочные активы, в том числе незавершенное производство) и оборотный (все оборотные средства организации) капитал.

Встречается также определение капитала как общей стоимости средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование активов организации. В этом случае капитал рассматривается как имущественный комплекс, при помощи которого его владелец предполагает получать доход в будущем, т.е. то, что способно приносить доход в будущем. При такой трактовке капитал существует в предметно-вещной и стоимостной формах. Капитал в его предметно-вещной форме именуется фондами. Стоимостная оценка фондов именуется средствами.

Часто термин «капитал» используется по отношению как к источникам средств, так и к активам. При этом подходе, характеризуя источники, говорят о «пассивном капитале», а характеризуя активы, говорят об «активном капитале», подразделяя его на основной капитал (долгосрочные активы, включая незавершенное строительство) и оборотный капитал (сюда относят все оборотные средства).

В западной литературе под капиталом понимают все источники средств, используемых для финансирования активов и операций, включая краткосрочную и долгосрочную задолженность, привилегированные и обыкновенные акции (пассив баланса).

## 2. Управление собственным капиталом

Понятие «собственный капитал» широкое и многогранное, и в современной литературе трактовка сущности, систематизация и выбор показателей, его характеризующих, неоднозначны и недостаточно аргументированы.

С позиций финансового менеджмента **собственный капитал** можно определить как часть собственных финансовых ресурсов организации, вложенных в производство и приносящих доход по завершении оборота. В рамках собственного капитала выделяют инвестированный капитал,

вложенный собственниками, и накопленный капитал, формируемый за счет чистой прибыли.

С позиций бухгалтерского учета собственный капитал представляет собой стоимостную оценку совокупных прав собственников организации на долю в ее имуществе. Как источник средств собственный капитал представлен разделом «Капитал и резервы» в пассиве баланса, а его основными компонентами являются уставный, добавочный и резервный капиталы, а также нераспределенная прибыль.

В балансовой оценке собственный капитал численно равен сумме чистых активов, в рыночной оценке совпадает с понятием «рыночная капитализация».

Рассмотрим состав источников формирования собственного капитала организации.

**Уставный капитал** служит основой функционирования организации. Экономическая роль создания уставного капитала заключается в возможности привлечения средств как для начала, так и для продолжения хозяйственной деятельности в течение всего жизненного цикла организации.

В публичном акционерном обществе уставный капитал состоит из двух частей - долевого капитала в виде привилегированных акций и долевого капитала в виде обыкновенных акций. При этом доля привилегированных акций в уставном капитале не должна превышать 25%; чаще всего они составляют незначительную часть уставного капитала и с течением времени либо погашаются организацией, либо конвертируются в обыкновенные акции.

Привлечение средств в рамках эмиссии акций является сложным и дорогостоящим процессом, поэтому организации малого бизнеса к нему прибегают редко. Источником формирования уставного капитала малых предприятий, обычно функционирующих в форме обществ с ограниченной ответственностью, служат паевые взносы членов общества.

*Несомненным преимуществом акционирования является то, что привлеченные таким способом финансовые ресурсы не подлежат возврату*



инвесторам. Более того, акционерное общество может обойтись без выплаты дивидендов по этим акциям, если оно заявляет, что намерено всю прибыль вкладывать в развитие производства (акционеры будут покупать акции не из-за дивидендов, а в надежде на рост котировок).

*К преимуществам данного источника формирования собственного капитала* также относятся:

- возможность привлечения значительного капитала;
- стоимость обслуживания в виде дивидендных выплат относительно невелика;
- выплаты за пользование привлеченными ресурсами не носят безусловный характер, а зависят от финансового результата;
- не требуется дополнительное обеспечение (гарантия);
- использование привлеченных средств не ограничено по срокам.

*К основным недостаткам этого источника* можно отнести:

- значительные затраты времени и денежных средств;
- размывание пропорциональных долей участия прежних акционеров в уставном капитале и уменьшение их доходов;
- возможность допуска новых акционеров к управлению организацией;
- оценка инвесторами новой эмиссии как негативного сигнала, что может сказаться на курсе акций организации.

Организация, решившаяся на эмиссию, должна иметь транспарентную структуру собственности, по возможности исключаящую перекрестное владение, характеризоваться прочными позициями на рынке и перспективами роста выручки и прибыли; иметь четкую стратегию развития и прозрачную финансовую отчетность, а самое главное – менеджмент и акционеры должны быть готовы допустить к участию в управлении миноритарных акционеров – новых владельцев акций, иными словами, к частичной потере контроля над организацией.

**Добавочный капитал** обычно возникает в результате переоценки основных средств, но его рост реально не дает дополнительного

финансирования, так как одновременно в активе всего лишь увеличивается оценка стоимости основных средств. Добавочный капитал может быть использован на увеличение уставного капитала, на погашение снижения стоимости внеоборотных активов вследствие их переоценки, а также на распределение между учредителями при ликвидации организации.

**Резервный капитал** организации представлен самостоятельной статьей в пассиве баланса, отражающей сформированные за счет чистой прибыли резервы. В балансе резервный капитал представлен двумя основными статьями – резервами, образованными в соответствии с законодательством, и резервами, образованными согласно учредительным документам. Средства резервного капитала предназначены для покрытия убытков и погашения облигаций общества и выкупа собственных акций при отсутствии иных средств.

**Нераспределенная прибыль** становится элементом собственного капитала после того, как пройдет стадию формирования в операционной, инвестиционной и финансовой сферах деятельности организации, стадию покрытия обязательных выплат по обслуживанию долга и фискальных выплат, стадию распределения на формирование резервного капитала и выплату дивидендов.

Формально именно прибыль считается основным внутренним источником средств динамично развивающейся организации. В балансе она присутствует в явном виде как нераспределенная прибыль, а также завуалированно — в виде созданных за счет прибыли фондов и резервов.

*Реинвестирование прибыли* — более приемлемая и относительно дешевая форма финансирования организации, расширяющей свою деятельность. В частности, в этом состоит одна из причин ее широкого распространения. Реинвестирование прибыли позволяет избежать дополнительных расходов, которые возникают при выпуске новых акций, и сохранить сложившуюся систему контроля за деятельностью организации.

*Амортизационные отчисления* также являются крупным и стабильным источником формирования собственного капитала. Данный источник зависит не от финансовых результатов деятельности организации, а от стоимости основных фондов организации, их первоначальной или восстановительной стоимости, видовой и возрастной структуры, от целей и используемых методов начисления. Значение амортизации возрастает в условиях, когда у организации не хватает источников финансирования, однако необходимо контролировать нецелевое использование этого источника средств.

Применение различных методов амортизации обеспечивает альтернативность выбора возможных управленческих решений в целях достижения наиболее эффективного формирования собственного капитала организации за счет внутренних источников.

*Рост собственного капитала* организации и ее рыночной стоимости связан в первую очередь с формированием ее собственных финансовых ресурсов. Основной задачей управления этими ресурсами является обеспечение самофинансирования развития хозяйственной деятельности организации в предстоящем периоде.

Согласно И.А. Бланку, **управление формированием собственных финансовых ресурсов организации** осуществляется в несколько этапов.

*Этап 1. Анализ формирования собственных финансовых ресурсов организации в предшествующем периоде с целью выявления потенциала их формирования и его соответствия темпам развития организации.* Анализ проходит три стадии:

1) изучаются общий объем формирования собственных финансовых ресурсов, соответствие темпов прироста собственного капитала темпам прироста активов и объема реализуемой продукции организации, динамика удельного веса собственных ресурсов в общем объеме финансовых ресурсов в предплановом периоде;

2) рассматриваются источники формирования собственных финансовых ресурсов. Сначала изучается соотношение внешних и внутренних источников

формирования собственных финансовых ресурсов, а затем стоимость дополнительного привлечения собственного капитала из различных источников;

3) оценивается достаточность собственных финансовых ресурсов, сформированных в предплановом периоде. Здесь критерием выступает показатель суммы прироста чистых активов организации. Его динамика отражает тенденцию обеспеченности развития организации собственными финансовыми ресурсами.

Этап 2. *Определение общей потребности в собственных финансовых ресурсах по формуле:*

$$П_{\text{офр}} = \frac{П_{\text{к}} \cdot У_{\text{ск}}}{100} - СК_{\text{н}} + П_{\text{п}},$$

где  $П_{\text{офр}}$  — общая потребность организации в собственных финансовых ресурсах в плановом периоде;

$П_{\text{к}}$  — общая потребность в капитале на конец планового периода;

$У_{\text{ск}}$  — планируемый удельный вес собственного капитала в его общей сумме;

$С_{\text{кн}}$  — сумма собственного капитала на начало планового периода;

$П_{\text{п}}$  — сумма прибыли, направляемой на потребление в плановом периоде.

Рассчитанная общая потребность отражает необходимую сумму собственных финансовых ресурсов, формируемых за счет внутренних и внешних источников.

Этап 3. *Оценка стоимости привлечения собственных финансовых ресурсов из различных источников проводится в разрезе основных видов собственных финансовых ресурсов, формируемых за счет внутренних и внешних источников.* Результаты оценки служат основой управленческих решений относительно выбора альтернативных источников формирования собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих прирост собственного капитала организации.

Этап 4. *Обеспечение максимального объема привлечения собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников.* До обращения к внешним источникам формирования собственных финансовых ресурсов следует реализовать все возможности их формирования за счет внутренних источников. Так как основным планируемым внутренним источником их формирования является сумма чистой прибыли и амортизационных отчислений, то в первую очередь нужно предусмотреть возможности их роста за счет различных резервов.

Этап 5. *Обеспечение необходимого объема привлечения собственных финансовых ресурсов из внешних источников,* призванного создать ту их часть, которую не удалось сформировать за счет внутренних источников финансирования. Если сумма привлекаемых за счет внутренних источников собственных финансовых ресурсов полностью обеспечивает общую потребность в них в плановом периоде, то нет необходимости привлекать внешние источники.

Потребность в привлечении собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников рассчитывается по формуле:

$$\Delta\text{СФР}_{\text{внеш}} = \text{П}_{\text{сфр}} - \Delta\text{СФР}_{\text{вн}},$$

где  $\text{П}_{\text{сфр}}$  — общая потребность в собственных финансовых ресурсах организации в плановом периоде;

$\Delta\text{СФР}_{\text{вн}}$  — сумма собственных финансовых ресурсов, которые планируется привлечь за счет внутренних источников.

Удовлетворение потребности в собственных финансовых ресурсах за счет внешних источников планируется за счет привлечения дополнительного паевого капитала (владельцев или других инвесторов), дополнительной эмиссии акций или за счет других источников.

Этап 6. *Оптимизация соотношения внутренних и внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов организации* основывается на следующих критериях:

- обеспечение минимальной совокупной стоимости привлечения собственных финансовых ресурсов. Если стоимость  $\Delta ДСФР_{внеш}$  существенно превышает планируемую стоимость привлечения заемных средств, то от такого пути формирования собственных финансовых ресурсов следует отказаться;

- обеспечение сохранения управления организацией ее первоначальными учредителями. Рост дополнительного паевого или акционерного капитала за счет сторонних инвесторов может привести к потере такой управляемости.

Эффективность формирования собственных финансовых ресурсов оценивается с помощью коэффициента самофинансирования  $K_{сф}$  развития организации в предстоящем периоде, соответствующего поставленной цели:

$$K_{сф} = \frac{СФР}{\Delta A + П_{сфр}},$$

где СФР — планируемый объем формирования собственных финансовых ресурсов;

$\Delta A$  — планируемый прирост активов организации;

$П_{сфр}$  — планируемый объем расходования собственных финансовых ресурсов организации на цели потребления.

Успешная реализация политики управления собственным капиталом коммерческой организации способствует ее стабильному функционированию, повышению конкурентоспособности, расширению бизнеса. С учетом возросшего объема собственного капитала организация имеет возможность, используя неизменный коэффициент финансового левериджа, увеличить объем привлекаемого заемного капитала, а следовательно, сумму прибыли на вложенный собственный капитал.

### 3. Управление заемным капиталом

Эффективная финансовая деятельность предприятия невозможна без постоянного привлечения заемных средств. Использование заемного капитала позволяет существенно расширить объем хозяйственной деятельности предприятия, обеспечить более эффективное использование собственного капитала, ускорить формирование различных целевых финансовых фондов, а в конечном счете - повысить рыночную стоимость предприятия.

Хотя основу любого бизнеса составляет собственный капитал, на предприятиях ряда отраслей экономики объем используемых заемных средств значительно превосходит объем собственного капитала. В связи с этим управление привлечением и эффективным использованием заемных средств является одной из важнейших функций финансового менеджмента, направленной на обеспечение достижения высоких конечных результатов хозяйственной деятельности предприятия.

Заемный капитал, используемый предприятием, характеризует в совокупности объем его финансовых обязательств (общую сумму долга). Эти финансовые обязательства в современной хозяйственной практике дифференцируются следующим образом (рис.1).

В процессе развития предприятия по мере погашения его финансовых обязательств возникает потребность в привлечении новых заемных средств. Источники и формы привлечения заемных средств предприятием весьма многообразны. Классификация привлекаемых предприятием заемных средств по основным признакам приведена на рис. 2.

С учетом классификации заемных средств дифференцируются методы управления их привлечением. Управление привлечением заемных средств представляет собой целенаправленный процесс их формирования из различных источников и в разных формах в соответствии с потребностями предприятия в заемном капитале на различных этапах его развития.



Рисунок 1 – Основные формы финансовых обязательств организации в составе заемного капитала

**Процесс управления привлечением заемных средств** организацией строится по следующим основным этапам (рис. 3).

1. *Анализ привлечения и использования заемных средств в предшествующем периоде.* Целью такого анализа является выявление объема, состава и форм привлечения заемных средств предприятием, а также оценка эффективности их использования.

2. *Определение целей привлечения заемных средств в предстоящем периоде.* Эти средства привлекаются предприятием на строго целевой основе,



что является одним из условий последующего эффективного их использования.

### 3. *Определение предельного объема привлечения заемных средств.*

Максимальный объем этого привлечения диктуется двумя основными условиями:

- а) предельным эффектом финансового левериджа.
- б) обеспечением достаточной финансовой устойчивости предприятия.

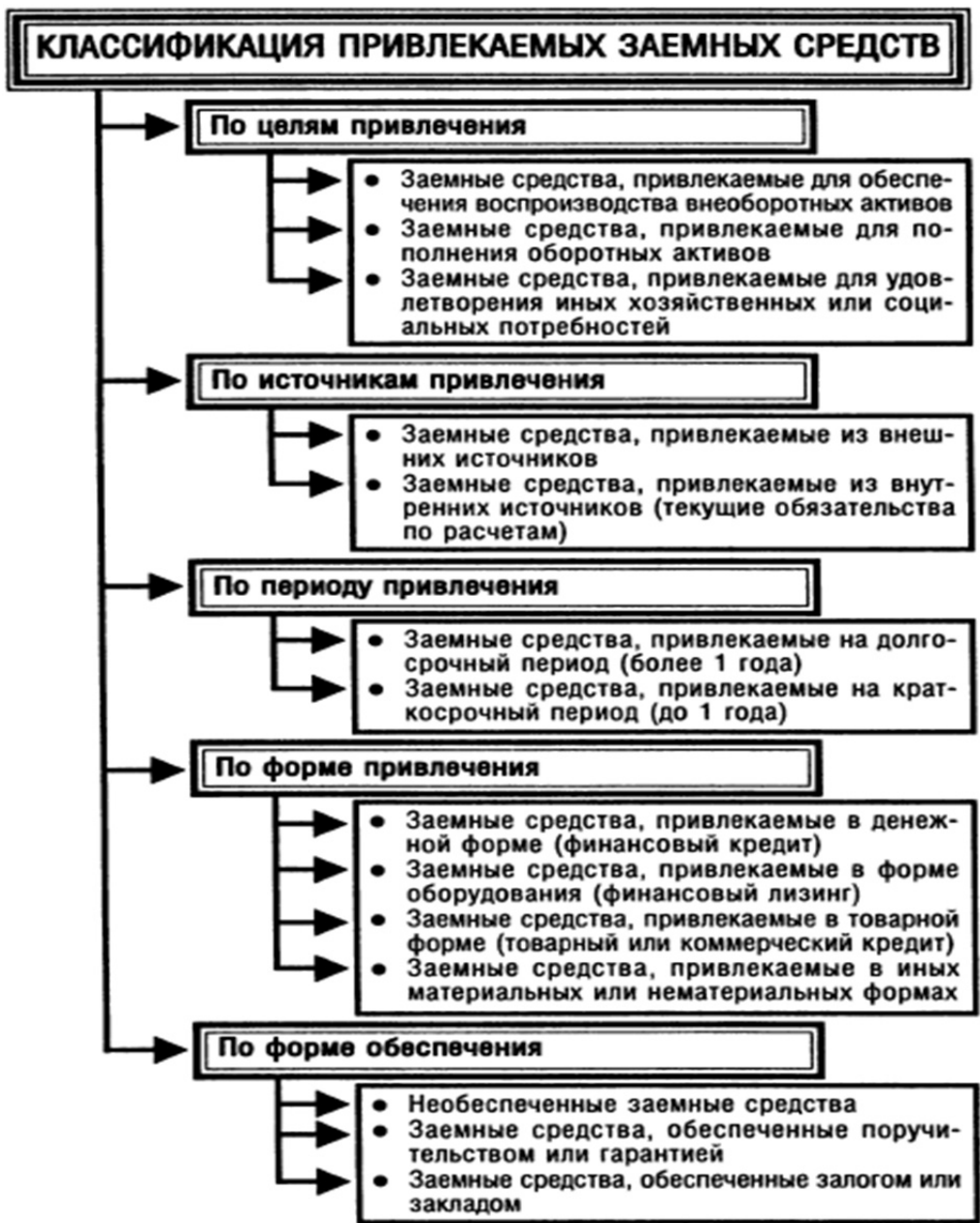


Рисунок 2 – Классификация заемных средств, привлекаемых организацией, по основным признакам

С учетом этих требований предприятие устанавливает лимит использования заемных средств в своей хозяйственной деятельности.

4. *Оценка стоимости привлечения заемного капитала из различных источников.* Такая оценка проводится в разрезе различных форм заемного капитала, привлекаемого предприятием из внешних и внутренних источников. Результаты такой оценки служат основой разработки управленческих решений относительно выбора альтернативных источников привлечения заемных средств, обеспечивающих удовлетворение потребностей предприятия в заемном капитале.

5. *Определение соотношения объема заемных средств, привлекаемых на кратко- и долгосрочной основе.* Расчет потребности в объемах кратко- и долгосрочных заемных средств основывается на целях их использования в предстоящем периоде. На долгосрочный период (свыше 1 года) заемные средства привлекаются, как правило, для расширения объема собственных основных средств и формирования недостающего объема инвестиционных ресурсов (хотя при консервативном подходе к финансированию активов заемные средства на долгосрочной основе привлекаются и для обеспечения формирования оборотного капитала). На краткосрочный период заемные средства привлекаются для всех остальных целей их использования.

Расчет необходимого размера заемных средств в рамках каждого периода осуществляется в разрезе отдельных целевых направлений их предстоящего использования. Целью этих расчетов является установление сроков использования привлекаемых заемных средств для оптимизации соотношения долго- и краткосрочных их видов. В процессе этих расчетов определяются полный и средний срок использования заемных средств.

6. *Определение форм привлечения заемных средств.* Эти формы дифференцируются в разрезе финансового кредита; товарного (коммерческого) кредита; прочих форм. Выбор форм привлечения заемных средств предприятие осуществляет исходя из целей и специфики своей хозяйственной деятельности.

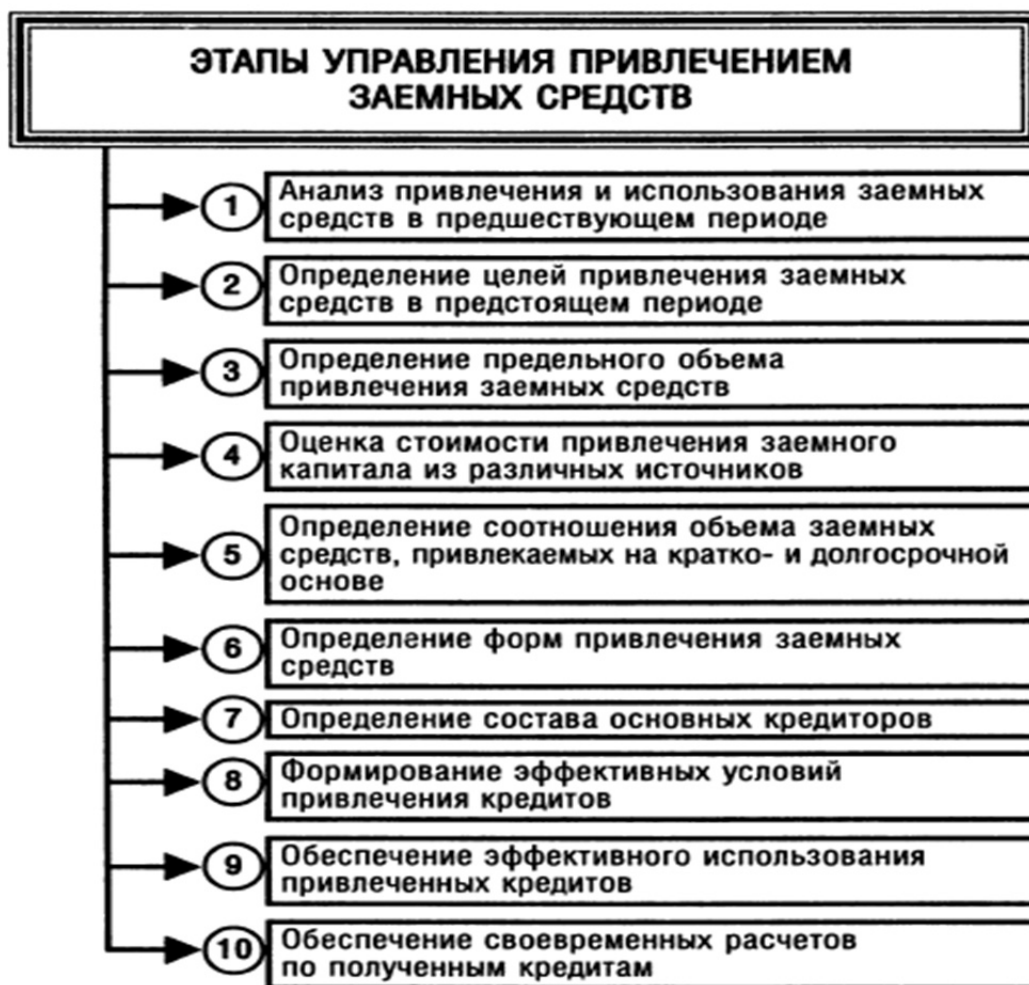


Рисунок 3 – Основные этапы управления привлечением заемных средств

7. *Определение состава основных кредиторов.* Этот состав определяется формами привлечения заемных средств. Основными кредиторами предприятия являются обычно его постоянные поставщики, с которыми установлены длительные коммерческие связи, а также коммерческий банк, осуществляющий его расчетно-кассовое обслуживание.

8. *Формирование эффективных условий привлечения кредитов.* К числу важнейших из этих условий относятся: а) срок предоставления кредита; б) ставка процента за кредит; в) условия выплаты суммы процента; г) условия выплаты основной суммы долга; д) прочие условия, связанные с получением кредита.

9. *Обеспечение эффективного использования кредитов.* Критерием такой эффективности выступают показатели оборачиваемости и рентабельности заемного капитала.

10. *Обеспечение своевременных расчетов по полученным кредитам.* С целью этого обеспечения по наиболее крупным кредитам может заранее резервироваться специальный возвратный фонд. Платежи по обслуживанию кредитов включаются в платежный календарь и контролируются в процессе мониторинга текущей финансовой деятельности.

**Управление привлечением банковского кредита.** В составе финансового кредита, привлекаемого предприятиями для расширения хозяйственной деятельности, приоритетная роль принадлежит банковскому кредиту. Этот кредит имеет широкую целевую направленность и привлекается в самых разнообразных видах. В последние годы в кредитовании предприятий принимают участие не только отечественные, но и зарубежные банки (особенно в кредитовании совместных предприятий с участием иностранного капитала).

Под банковским кредитом понимаются денежные средства, предоставляемые банком займы клиенту для целевого использования на установленный срок под определенный процент.

Банковский кредит предоставляется предприятиям на современном этапе в следующих основных видах (рис. 4):

1. *Бланковый (необеспеченный) кредит под осуществление отдельных хозяйственных операций.* Как правило, он предоставляется коммерческим банком, осуществляющим расчетно-кассовое обслуживание предприятия. Хотя формально он носит необеспеченный характер, но фактически обеспечивается размером дебиторской задолженности предприятия и его средствами на расчетном и других счетах в этом же банке. Кроме того, этот вид кредита является обычно «самоликвидирующимся», так как осуществленная при его посредстве хозяйственная операция генерирует при ее завершении денежный поток,

достаточный для его полного погашения. Этот вид кредита предоставляется, как правило, только на краткосрочный период.



Рисунок 4 – Основные виды банковских кредитов предоставляемых организации

2. *Контокоррентный кредит («овердрафт»)*. Этот вид кредита предоставляется банком обычно под обеспечение, но это требование не является обязательным. При предоставлении этого кредита банк открывает предприятию контокоррентный счет, на котором учитываются как кредитные, так и расчетные его операции. Контокоррентный счет используется в качестве источника кредита в объеме, не превышающем установленное в кредитном договоре максимальное отрицательное сальдо (контокоррентный лимит). По отрицательному остатку контокоррентного счета предприятие уплачивает банку установленный кредитный процент; при этом договором может быть определено, что по положительному остатку этого счета банк начисляет предприятию депозитный процент. Сальдирование поступлений и выплат по контокоррентному счету предприятия происходит через установленные договором промежутки времени с расчетами кредитных платежей.

3. *Сезонный кредит с ежемесячной амортизацией долга.* Этот вид кредита предоставляется обычно на формирование переменной части оборотных активов на период их возрастания в связи с сезонными потребностями предприятия. Его особенность заключается в том, что наряду с ежемесячным обслуживанием этого кредита (ежемесячной выплатой процента по нему) кредитным договором предусматривается и ежемесячная амортизация (погашение) основной суммы долга. График такой амортизации долга по размерам увязан с объемом снижения сезонной потребности предприятия в денежных средствах. Преимущество данного вида кредита заключается в эффективном использовании полученных финансовых ресурсов в размерах, обусловленных реальными потребностями предприятия.

4. *Открытие кредитной линии.* Так как потребность в краткосрочном банковском кредите не всегда может быть предусмотрена с привязкой к конкретным срокам его использования, договор о нем предприятие может оформить с банком предварительно в форме открытия кредитной линии. В этом договоре обуславливаются сроки, условия и предельная сумма предоставления банковского кредита, когда в нем возникает реальная потребность. Как правило, банк устанавливает размер комиссионного вознаграждения (комиссионный процент) за свои финансовые обязательства по предоставлению кредита в объеме неиспользуемого лимита кредитной линии. Для предприятия преимущество данного вида кредита заключается в том, что оно использует заемные средства в строгом соответствии со своими реальными потребностями в них. Обычно кредитная линия открывается на срок до одного года. Особенностью этого вида банковского кредита является то, что он не носит характер безусловного контрактного обязательства и может быть аннулирован банком при ухудшении финансового состояния предприятия — клиента.

5. *Револьверный (автоматически возобновляемый) кредит.* Он характеризует один из видов банковского кредита, предоставляемого на определенный период, в течение которого разрешается как поэтапная

"выборка" кредитных средств, так и поэтапное частичное или полное погашение обязательств по нему (амортизация суммы основного долга). Внесенные в счет погашения обязательств, средства могут вновь заимствоваться предприятием в течение периода действия кредитного договора (в пределах установленного кредитного лимита). Выплата оставшейся непогашенной суммы основного долга и оставшихся процентов по нему производится по истечении срока действия кредитного договора. Преимуществом этого вида кредита в сравнении с открытием кредитной линии являются минимальные ограничения, накладываемые банком, хотя уровень процентной ставки по нему обычно выше.

6. *Онкольный кредит.* Особенностью этого вида кредита является то, что он предоставляется заемщику без указания срока его использования (в рамках краткосрочного кредитования) с обязательством последнего погасить его по первому требованию кредитора. При погашении этого кредита обычно предоставляется льготный период (по действующей практике — до трех дней).

7. *Ломбардный кредит.* Такой кредит может быть получен предприятием под заклад высоколиквидных активов (векселей, государственных краткосрочных облигаций и т.п.), которые на период кредитования передаются банку. Размер кредита в этом случае соответствует определенной (но не всей) части стоимости переданных в заклад активов. Как правило, этот вид кредита носит краткосрочный характер.

8. *Ипотечный кредит.* Такой кредит может быть получен от банков, специализирующихся на выдаче долгосрочных займов под залог основных средств или имущественного комплекса предприятий в целом («ипотечных банков»). Предприятие, передающее в залог свое имущество, обязано застраховать его в полном объеме в пользу банка. При этом заложенное в банке имущество продолжает использоваться предприятием. В условиях резкого сокращения выдачи предприятиям необеспеченных банковских

займов ипотечный кредит становится основной формой долгосрочного банковского кредитования.

9. *Ролловерный кредит.* Он представляет собой один из видов долгосрочного кредита с периодически пересматриваемой процентной ставкой (т.е. с перманентным «перекредитованием» в связи с изменением конъюнктуры финансового рынка). В европейской практике предоставления ролловерных кредитов пересмотр процентной ставки осуществляется один раз в квартал или полугодие (в условиях высокой инфляции и частой смены учетной ставки центрального банка периодичность пересмотра процентных ставок за кредит может быть более частой).

10. *Консорциумный (консорциальный) кредит.* Кредитная политика банка, система установленных нормативов кредитования или высокий уровень риска иногда не позволяют ему в полной мере удовлетворить высокую потребность предприятия-клиента в кредите. В этом случае банк, обслуживающий предприятие, может привлечь к кредитованию своего клиента другие банки (союз банков для осуществления таких кредитных операций носит название «консорциум»). После заключения с предприятием-клиентом кредитного договора банк аккумулирует средства других банков и передает их заемщику, соответственно распределяя сумму процентов при обслуживании долга. За организацию консорциумного кредита ведущий (обслуживающий клиента) банк получает определенное комиссионное вознаграждение.

Многообразие видов и условий привлечения банковского кредита определяют необходимость эффективного управления этим процессом на предприятиях с высоким объемом потребности в этом виде заемных финансовых средств. *Такое управление осуществляется по следующим основным этапам* (рис. 5.):

1. Определение целей использования привлекаемого банковского кредита. Так как различные виды банковского кредита в полной мере могут удовлетворить весь спектр потребностей предприятия в заемных средствах (в



этом проявляется универсальность банковского кредита), цели его использования вытекают из общих целей привлечения заемного капитала, рассмотренных ранее.

2. Оценка собственной кредитоспособности. Разрабатываемая предприятием политика привлечения банковского кредита должна корреспондировать по основным своим параметрам с соответствующими параметрами кредитной политики банков. В составе параметров кредитной политики банков одно из основных мест принадлежит оценке уровня кредитоспособности заемщиков, определяющего дифференциацию условий кредитования клиентов. Для того, чтобы предприятие могло определить базу переговоров с банками об условиях кредитования, оно должно предварительно оценить уровень своей кредитоспособности.



Рисунок 5 – Основные этапы привлечения банковских кредитов

Результаты оценки кредитоспособности получают свое отражение в присвоении заемщику соответствующего кредитного рейтинга (группы кредитного риска), в соответствии с которым дифференцируются условия кредитования. Уровень этого кредитного рейтинга предприятие может предварительно определить самостоятельно, руководствуясь соответствующими методами его оценки коммерческими банками.

3. Выбор необходимых видов привлекаемого банковского кредита. Этот выбор определяется в основном следующими условиями:

- целями использования кредита;
- периодом намечаемого использования заемных средств;
- определенностью сроков начала и окончания использования привлекаемых средств;
- возможностями обеспечения привлекаемого кредита.

В соответствии с установленным перечнем видов привлекаемого кредита предприятие проводит изучение и оценку коммерческих банков, которые могут предоставить ему эти виды кредитов. Оценка таких банков проводится лишь по привлекательности их кредитной политики; рейтинг банка, рассчитанный по другим показателям его деятельности, в данном случае не является определяющим и может служить лишь вспомогательным ориентиром при его оценке.

4. Изучение и оценка условий осуществления банковского кредитования в разрезе видов кредитов. Этот этап формирования политики привлечения банковских кредитов является наиболее трудоемким и ответственным в силу многообразия оцениваемых условий и осуществления многочисленных расчетов.

Основными условиями, повышающими стоимость банковского кредита и снижающими реальный размер используемых предприятием кредитных средств, являются:

- применение в расчетах кредитного процента учетной (дисконтной) ставки;

- авансовый платеж суммы процента по кредиту;
- частичная амортизация суммы основного долга на протяжении кредитного периода;
- хранение определенной суммы привлеченных кредитных средств в форме компенсационного остатка денежных активов.

Эти неблагоприятные для предприятия условия банковского кредитования должны быть компенсированы ему путем снижения уровня используемой кредитной ставки по сравнению со среднерыночным ее уровнем (по аналогичным видам кредитов).

5. «Выравнивание» кредитных условий в процессе заключения кредитного договора. Термин «выравнивание» характеризует процесс приведения условий конкретного кредитного договора в соответствие со средними условиями покупки-продажи кредитных инструментов на финансовом рынке. «Выравнивание» кредитных условий осуществляется в процессе переговоров с представителями конкретных коммерческих банков при подготовке проекта кредитного договора.

6. Обеспечение условий эффективного использования банковского кредита. Так как банковский кредит представляет в современных условиях один из наиболее дорогих видов привлекаемого заемного капитала, обеспечению условий эффективного его использования на предприятии должно уделяться первостепенное внимание.

7. Организация контроля за текущим обслуживанием банковского кредита. Текущее обслуживание банковского кредита заключается в своевременной уплате процентов по нему в соответствии с условиями заключенных кредитных договоров. Эти платежи включаются в разрабатываемый предприятием платежный календарь и контролируются в процессе мониторинга его текущей финансовой деятельности.

8. Обеспечение своевременной и полной амортизации суммы основного долга по банковским кредитам. Способы амортизации суммы основного долга зависят от предусмотренных кредитным договором условий его погашения.

По требованиям этого договора (или по инициативе заемщика) на предприятиях может заблаговременно создаваться специальный фонд погашения кредита, платежи в который осуществляются по разработанному графику. На средства этого фонда, хранимые в коммерческом банке, начисляется депозитный процент.

Одним из источников привлечения заемных средств является **эмиссия предприятием собственных облигаций**. К этому источнику формирования заемного капитала могут в соответствии с нашим законодательством прибегать предприятия, созданные в форме акционерных и других видов хозяйственных обществ. Акционерные общества могут выпускать облигации только после того, как полностью оплачены выпущенные акции.

Решение о выпуске облигаций предприятие принимает самостоятельно. Средства от размещения облигаций направляются предприятием, как правило, на цели финансирования своего стратегического развития.

Как кредитный инструмент облигационный займ имеет определенные преимущества и недостатки.

Привлечение заемных финансовых ресурсов путем выпуска облигаций имеет следующие **основные преимущества**:

а) эмиссия облигаций не ведет к утрате контроля над управлением предприятием (как, например, в случае выпуска акций);

б) облигации могут быть выпущены при относительно невысоких финансовых обязательствах по процентам (в сравнении со ставками процента за банковский кредит или дивидендами по акциям), так как они обеспечиваются имуществом предприятия и имеют приоритет в удовлетворении претензий по ним в случае банкротства предприятия;

в) облигации имеют большую возможность распространения, чем акции предприятия, в силу меньшего уровня их риска для инвесторов.

Вместе с тем, этот источник привлечения заемных финансовых средств имеет и ряд *недостатков*:

а) облигации не могут быть выпущены для формирования уставного фонда и покрытия убытков (в то время как банковский или коммерческий кредит могут быть использованы для преодоления негативных последствий финансовой деятельности предприятия);

б) эмиссия облигаций связана с существенными затратами финансовых средств и требует продолжительного времени. В связи с высоким уровнем расходов по выпуску и размещению облигаций, их эмиссия оправдана лишь на большую сумму, что могут себе позволить только крупные предприятия;

в) уровень финансовой ответственности предприятия за своевременную выплату процентов и суммы основного долга (при погашении облигаций) очень высок, так как взыскание этих сумм при существенной просрочке платежей реализуется через механизм банкротства;

г) после выпуска облигаций вследствие изменения конъюнктуры финансового рынка средняя ставка ссудного процента может стать значительно ниже, чем установленный процент выплат по облигации; в этом случае дополнительный доход получит не предприятие, а инвесторы. Предприятие же в этом случае будет нести повышенные (в сравнении со среднерыночными) расходы по обслуживанию своего долга.

Основной целью управления эмиссией облигаций предприятия является обеспечение привлечения необходимого объема заемных средств путем выпуска и размещения на первичном фондовом рынке ценных бумаг этого вида.

**Управление облигационным займом** строится в организации по следующим основным этапам (рис. 6).

1. Исследование возможностей эффективного размещения предполагаемой эмиссии облигаций предприятия. Выбор облигационного займа в качестве альтернативного источника привлечения предприятием заемных средств может быть продиктован в первую очередь низкой стоимостью этого вида заемного капитала и условиями быстрого размещения предполагаемой эмиссии облигаций на фондовом рынке. Оба эти условия

связаны с состоянием конъюнктуры фондового рынка и уровнем инвестиционной привлекательности намечаемых к эмиссии облигаций. Поэтому принципиальное решение об эмиссии облигаций может быть принято лишь на основе всестороннего предварительного анализа конъюнктуры фондового рынка и оценки инвестиционной привлекательности своих облигаций.

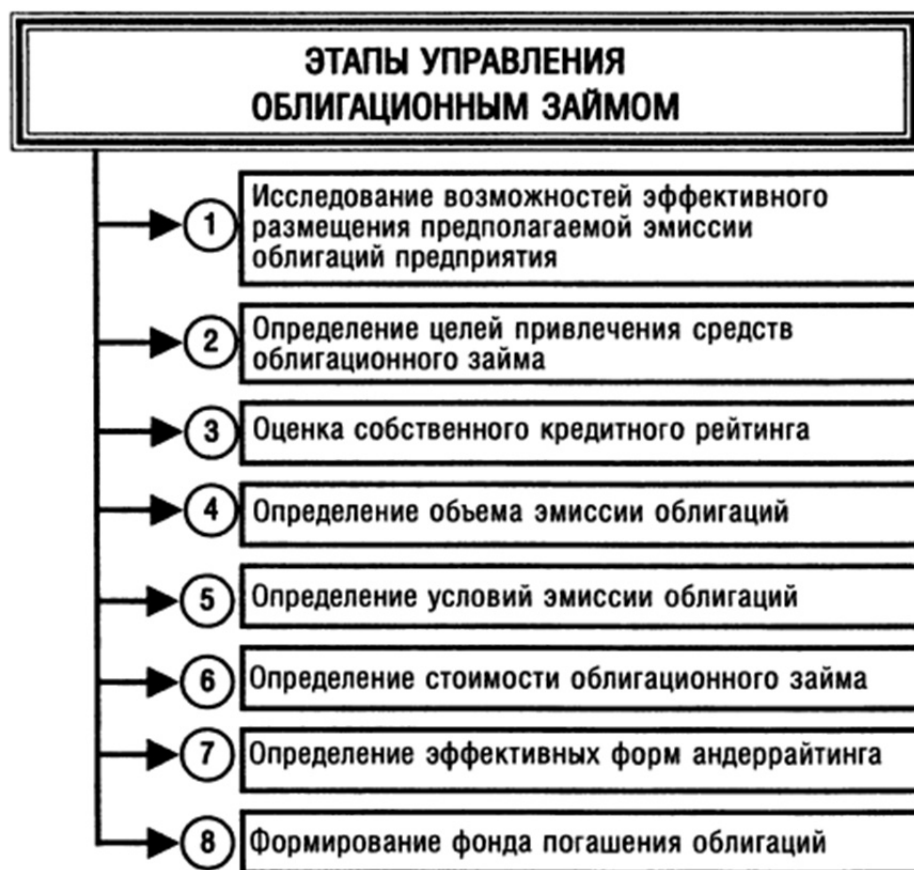


Рисунок 6 – Основные этапы управления облигационным займом организации

- Анализ конъюнктуры фондового рынка, проводимый в этих целях, включает изучение состояния спроса и предложения по долговым ценным бумагам разных видов, характера обращения облигаций других предприятий, условий их эмиссии, динамики уровня цен их котировки, объемов продаж облигаций предприятий новых эмиссий и ряда других показателей. Результатом проведения такого анализа является выявление диапазона

стоимости привлечения облигационного займа, определение уровня чувствительности реагирования фондового рынка на появление новой эмиссии облигаций предприятия и оценка потенциала поглощения рынком этой эмиссии.

- Оценка инвестиционной привлекательности своих облигаций проводится с позиций возможных условий их эмиссии и возможного их кредитного рейтинга на фондовом рынке. В процессе оценки определяются минимальные параметры условий эмиссии облигаций предприятия, обеспечивающие высокий уровень их инвестиционной привлекательности в сравнении с обращающимися на фондовом рынке долговыми ценными бумагами других эмитентов.

2. Определение целей привлечения средств облигационного займа. К облигационному займу предприятие прибегает, как правило, в целях финансирования своего стратегического развития при ограниченном доступе к другим альтернативным источникам привлечения долгосрочного заемного капитала. Основными из этих целей могут быть:

- региональная диверсификация операционной деятельности предприятия, обеспечивающая увеличение объема реализации продукции;
- реальное инвестирование (модернизация, реконструкция и т.п.), обеспечивающие быстрый возврат вложенного капитала за счет прироста чистого денежного потока;
- иные стратегические цели, требующие быстрой аккумуляции заемного капитала, привлечение которого из других источников затруднено.

3. Оценка собственного кредитного рейтинга. Потенциал размещения облигационного займа и его стоимость существенно зависят от кредитного рейтинга предприятия, определяющего реальный уровень его кредитоспособности с позиций возможного кредитного риска для инвесторов. Уровень кредитного рейтинга предприятия (а соответственно и эмитируемой им облигации) формирует на фондовом рынке соответствующий размер «кредитного спреда», т.е. разницу в уровне доходности и ценах котировки

между эмитируемой и так называемой «базисной облигацией» (в качестве базисной принимается обычно государственная облигация, эмитированная на аналогичный период). Высокий уровень кредитоспособности предприятия и его надежная репутация как заемщика позволяют свести к минимуму кредитный спрэд, который эмитент дополнительно платит за размещение облигационного займа. И наоборот - низкая кредитоспособность предприятия (а соответственно и низкий кредитный рейтинг его облигаций) определяет необходимость увеличения размера кредитного спрэда для обеспечения реализации облигационного займа. Только в этом случае будет обеспечена инвестиционная привлекательность облигации для инвестора, доход которого формируется как совокупность доходности базисной облигации и кредитного спрэда.

4. Определение объема эмиссии облигаций. При определении объема эмиссии облигаций следует исходить из ранее рассчитанной общей потребности предприятия в заемном капитале и возможностей его формирования из альтернативных источников. В процессе определения этого объема необходимо иметь в виду, что в соответствии с законодательными нормами предприятия могут выпускать облигации на сумму не более 25% от размера их уставного фонда.

5. Определение условий эмиссии облигаций, формирование условий эмиссии является наиболее сложным и ответственным этапом управления облигационным займом. Эти условия определяют уровень удовлетворения целей привлечения заемных средств, степень инвестиционной привлекательности (а соответственно и реализуемости) облигаций предприятия на фондовом рынке, стоимость привлечения облигационного займа и т.п.

6. Оценка стоимости облигационного займа. Такая оценка проводится на основе условий эмиссии и включает такие элементы расчета, как среднегодовая ставка процента, ставка налога на прибыль, уровень эмиссионных затрат по отношению к объему эмиссии и другие. Алгоритм



осуществления такого расчета подробно изложен в разделе 16.3. По результатам оценки стоимости облигационного займа определяется сравнительная эффективность привлечения заемного капитала из этого источника в сопоставлении с другими альтернативными источниками его привлечения.

7. Определение эффективных форм андеррайтинга. Если к размещению эмиссии облигации привлекаются андеррайтеры, предприятию необходимо определить их состав, согласовать с ними цены первоначальной продажи облигации и размеры их комиссионного вознаграждения, сформировать график поступления средств облигационного займа.

8. Формирование фонда погашения облигаций. Завершающим этапом управления облигационным займом является определение размера постоянных отчислений, которые предприятие должно осуществлять для формирования выкупного фонда к моменту их погашения. В этом случае используется формула расчета платежей в виде аннуитета, т.к. такие отчисления осуществляются в фиксированной сумме через равные промежутки времени в течение срока действия облигации, формула аннуитетных платежей может быть использована и при обслуживании долга по облигации (с периодической выплатой суммы процента).

Отчисления в фонд погашения могут осуществляться как в денежной форме, так и выкупленными на фондовом рынке облигациями.

**Управление привлечением товарного (коммерческого) кредита.** Товарный (коммерческий) кредит, предоставляемый предприятиям в форме отсрочки платежа за поставленные им сырье, материалы или товары, получает все большее распространение в современной коммерческой и финансовой практике. Для привлекающих его предприятий он имеет ряд преимуществ в сравнении с другими источниками формирования заемного капитала, которые заключаются в следующем:

1. Товарный (коммерческий) кредит является наиболее маневренной формой финансирования за счет заемного капитала наименее ликвидной части

оборотных активов - производственных запасов товарно-материальных ценностей.

2. Он позволяет автоматически сглаживать сезонную потребность в иных формах привлечения заемных средств, так как большая часть этой потребности связана с сезонными особенностями формирования запасов сырья.

3. Этот вид кредитования не рассматривает поставленные сырье, материалы и товары как имущественный залог предприятия, позволяя ему свободно распоряжаться предоставленными в кредит материальными ценностями.

4. В этом виде кредита заинтересовано не только предприятие-заемщик, но и его поставщики, потому что он позволяет им увеличивать объем реализации продукции и формировать дополнительную прибыль. Поэтому товарный (коммерческий) кредит в современной хозяйственной практике предоставляется не только «первоклассным заемщикам», но и предприятиям, испытывающим определенные финансовые трудности.

5. Стоимость товарного (коммерческого) кредита, как правило, значительно ниже стоимости привлекаемого финансового кредита (во всех его формах).

6. Привлечение товарного (коммерческого) кредита позволяет сокращать общий период финансового цикла предприятия, снижая тем самым потребность в финансовых средствах, используемых для формирования оборотных активов. Это определяется тем, что этот вид финансовых обязательств предприятия составляет преимущественную долю его кредиторской задолженности. Между периодом оборота кредиторской задолженности предприятия по товарным операциям и периодом его финансового цикла существует обратная зависимость.

7. Он характеризуется наиболее простым механизмом оформления в сравнении с другими видами кредита, привлекаемого предприятием.

Вместе с тем, как кредитный инструмент товарный (коммерческий) кредит имеет и определенные недостатки, основными из которых являются:

1. Целевое использование этого вида кредита носит очень узкий характер — он позволяет удовлетворять потребность предприятия в заемном капитале только для финансирования производственных запасов в составе оборотных активов. Прямое участие в других целевых видах финансирования этот вид кредита участия не принимает.

2. Этот вид кредита носит очень ограниченный характер во времени. Период его предоставления (не считая вынужденных форм его пролонгации) ограничивается, как правило, несколькими месяцами.

3. В сравнении с другими кредитными инструментами он несет в себе повышенный кредитный риск, так как по своей сути является необеспеченным видом кредита. Соответственно для привлекающего этот кредит предприятия он несет в себе дополнительную угрозу банкротства при ухудшении конъюнктуры рынка реализации его продукции.

Эти преимущества и недостатки товарного (коммерческого) кредита должны быть учтены предприятием при использовании этого кредитного инструмента для привлечения необходимых ему заемных средств.

В современной коммерческой и финансовой практике выделяют следующие основные *виды товарного (коммерческого) кредита*:

1. Товарный кредит с отсрочкой платежа по условиям контракта. Это наиболее распространенный в настоящее время вид товарного кредита, который оговаривается условиями контракта на поставку товаров и не требует специальных документов по его оформлению.

2. Товарный кредит с оформлением задолженности векселем. Это один из наиболее перспективных видов товарного кредита, получивший значительное распространение в странах с развитой рыночной экономикой и активно внедряемый в нашу хозяйственную практику. Вексельный оборот по товарному кредиту обслуживается простыми и переводными векселями. Векселя по товарному кредиту выдаются по согласованию сторон со

следующими сроками исполнения: а) по предъявлению; б) в определенный срок после предъявления; в) в определенный срок после составления; г) на определенную дату.

3. Товарный кредит по открытому счету. Он используется в хозяйственных отношениях предприятия с его постоянными поставщиками при многократных поставках заранее согласованной номенклатуры продукции мелкими партиями. В этом случае поставщик относит стоимость отгруженных товаров на дебет счета, открытого предприятию, которое погашает свою задолженность в обусловленные контрактом сроки (обычно раз в месяц).

4. Товарный кредит в форме консигнации. Он представляет собой вид внешнеэкономической комиссионной операции, при которой поставщик (консигнант) отгружает товары на склад торгового предприятия (консигнанта) с поручением реализовать его. Расчеты с консигнантом осуществляются лишь после того, как поставленный товар реализован. Консигнация рассматривается как один из видов товарного (коммерческого) кредита, который носит для предприятия самый безопасный в финансовом отношении характер.

Привлекая к использованию заемный капитал в форме товарного (коммерческого) кредита, предприятие ставит своей основной целью максимальное удовлетворение потребности в финансировании за этот счет формируемых производственных запасов сырья и материалов (в торговле — запасов товаров) и снижение общей стоимости привлечения заемного капитала. Эта цель определяет содержание управления привлечением товарного (коммерческого) кредита.

Управление привлечением товарного (коммерческого) кредита осуществляется по следующим основным этапам (рис. 7):

1. Формирование принципов привлечения товарного (коммерческого) кредита и определение основных их видов. Этот кредит носит целевой характер, поэтому потребность в нем определяется с учетом планируемого объема запасов сырья и материалов (в торговле - запасов товаров). Принципы привлечения товарного кредита формируются с учетом сложившейся

хозяйственной практики; структуры и периодичности закупок сырья, материалов и товаров; длительности хозяйственных связей с партнерами и ряда других условий. Эти же условия определяют и основные виды привлекаемого товарного кредита.



Рисунок 7 – Основные этапы управления привлечением товарного (коммерческого) кредита

2. Определение среднего периода использования товарного (коммерческого) кредита. Для прогнозирования этого показателя рассчитывается средний период задолженности по коммерческому кредиту за ряд прошедших периодов. Динамика этого показателя за ряд предшествующих периодов и его корректировка с учетом разработанных принципов привлечения товарного (коммерческого) кредита позволяют определить средний срок использования этого кредита в плановом периоде.

3. Оптимизация условий привлечения товарного (коммерческого) кредита. Процесс такой оптимизации предусматривает разработку

соответствующих мероприятий по расширению сферы кредитных отношений с постоянными хозяйственными партнерами по товарным операциям; по привлечению новых партнеров с возможностями широкого использования коммерческого кредита; по обеспечению увеличения среднего периода использования коммерческого кредита; по совершенствованию видов кредита в разрезе хозяйственных партнеров и других.

4. Минимизация стоимости привлечения товарного (коммерческого) кредита. Задачей финансовых менеджеров является минимизация стоимости привлечения каждого коммерческого кредита в соответствии с алгоритмами ее оценки. Механизм управления стоимостью товарного (коммерческого) кредита основан на соотношении показателей размера ценовой скидки при осуществлении наличного платежа за продукцию (в пределах установленного расчетного срока) и периода предоставления этого кредита. Минимизируя стоимость привлечения товарного (коммерческого) кредита необходимо руководствоваться следующим критерием — ни по одному товарному кредиту стоимость привлечения не должна превышать уровень ставки процента за краткосрочный банковский кредит с аналогичным периодом (иначе более выгодным окажется привлечение банковского кредита для расчета с поставщиком).

5. Обеспечение эффективного использования товарного (коммерческого) кредита. Критерием такой эффективности выступает разница между средним периодом использования коммерческого кредита и средним периодом обращения запасов товарно-материальных ценностей, которые он обслуживает. Чем выше положительное значение этой разницы, тем эффективней использование предприятием коммерческого кредита. Регулятором уровня эффективности в этом случае выступают увеличение среднего периода использования коммерческого кредита или уменьшение среднего периода обращения сформированных за его счет запасов товарно-материальных ценностей.

6. Обеспечение своевременных расчетов по товарному (коммерческому) кредиту. При превышении среднего периода использования коммерческого кредита над средним периодом обращения запасов товарно-материальных ценностей финансовые проблемы обеспечения таких расчетов обычно не возникают. В противном случае для расчетов должны быть привлечены дополнительные источники денежных активов (по крупным кредитам в этом случае формируется специальный денежный фонд). Расчеты по коммерческому кредиту включаются в разрабатываемый платежный календарь и контролируются в процессе мониторинга текущей финансовой деятельности.

В процессе привлечения коммерческого кредита должны быть исключены внефинансовые формы воздействия со стороны кредиторов (навязывание ненужного ассортимента товаров, продукции низкого качества, требования прекращения хозяйственных отношений с конкурентами продавца и т.п.).

#### **4. Лизинг как источник финансирования**

**Финансовый лизинг (аренда)** представляет собой хозяйственную операцию, предусматривающую приобретение арендодателем по заказу арендатора основных средств с дальнейшей передачей их в пользование арендатора на срок, не превышающий периода полной их амортизации с обязательной последующей передачей права собственности на эти основные средства арендатору, финансовый лизинг рассматривается как один из видов финансового кредита. Основные средства, переданные в финансовый лизинг, включаются в состав основных средств арендатора.

Кредитные отношения финансового лизинга характеризуются многоаспектностью, проявляемой в достаточно широком диапазоне. Эти кредитные аспекты финансового лизинга заключаются в следующем (рис. 8).

1. Финансовый лизинг удовлетворяет потребность в наиболее дефицитном виде заемного капитала — долгосрочном кредите. На современном этапе долгосрочное банковское кредитование предприятий сведено к минимуму. Это является серьезным тормозом в осуществлении предприятиями инвестиционной деятельности, связанной с обновлением и расширением состава их внеоборотных активов. Использование в этих целях финансового лизинга позволяет в значительной мере удовлетворить потребности предприятия в привлечении долгосрочного кредита.

2. Финансовый лизинг обеспечивает полный объем удовлетворения конкретной целевой потребности предприятия в заемных средствах. Использование финансового лизинга в конкретных целях обновления и расширения состава активной части операционных внеоборотных активов позволяет предприятию полностью исключить иные формы финансирования этого процесса за счет как собственного, так и заемного капитала, снижает зависимость предприятия от банковского кредитования.

3. Финансовый лизинг автоматически формирует полное обеспечение кредита, что снижает стоимость его привлечения, формой такого обеспечения кредита является сам лизингуемый актив, который в случае финансовой несостоятельности (банкротства) предприятия может быть реализован кредитором с целью возмещения невыплаченной части лизинговых платежей и суммы неустойки по сделке. Дополнительной формой такого обеспечения кредита является обязательное страхование лизингуемого актива лизингополучателем (рентером) в пользу лизингодателя (лиссора). Снижение уровня кредитного риска лизингодателя (в соответствии и его премии за риск) создает предпосылки для соответствующего снижения стоимости привлечения предприятием этого вида финансового кредита (в сравнении с банковским кредитом).

4. Финансовый лизинг обеспечивает покрытие «налоговым щитом» всего объема привлекаемого кредита. Лизинговые платежи, обеспечивающие амортизацию всей суммы основного долга по привлекаемому кредиту, входят



в состав издержек предприятия и уменьшают соответствующим образом сумму его налогооблагаемой прибыли. По банковскому кредиту аналогичный "налоговый щит" распространяется лишь на платежи по обслуживанию кредита, а не на сумму основного долга по нему. Кроме того, определенная система налоговых льгот распространяется и на лизингодателя.



Рисунок 8 – Характеристика кредитных аспектов финансового лизинга

5. Финансовый лизинг обеспечивает более широкий диапазон форм платежей, связанных с обслуживанием долга. В отличие от банковского кредита, где обслуживание долга и возврат основной его суммы осуществляется в форме денежных платежей, финансовый лизинг предусматривает возможность осуществления таких платежей в иных формах, например, в форме поставок продукции, произведенной с участием лизингуемых активов.

6. Финансовый лизинг обеспечивает большую гибкость в сроках платежей, связанных с обслуживанием долга. В отличие от традиционной практики обслуживания и погашения банковского кредита финансовый лизинг представляет предприятию возможность осуществления лизинговых платежей по значительно более широкому диапазону схем с учетом характера использования лизингуемого актива, срока его использования и т.п. В этом отношении финансовый лизинг является для предприятия более предпочтительным кредитным инструментом.

7. Финансовый лизинг характеризуется более упрощенной процедурой оформления кредита в сравнении с банковской. Как свидетельствует современный отечественный и зарубежный опыт при лизинговом соглашении объем затрат времени и перечень необходимой для представления финансовой документации существенно ниже, чем при оформлении договора с банком о предоставлении долгосрочного финансового кредита. В значительной степени этому способствует строго целевое использование полученного кредита и надежное его обеспечение при финансовом лизинге.

8. Финансовый лизинг обеспечивает снижение стоимости кредита за счет ликвидационной стоимости лизингуемого актива. Так как при финансовом лизинге после завершения лизингового периода соответствующий актив передается в собственность лизингополучателя, то после полной его амортизации он имеет возможность реализовать его по ликвидационной стоимости. На сумму этой ликвидационной стоимости (приведенную путем дисконтирования к настоящей стоимости) условно снижается сумма кредита по лизинговому соглашению.

9. Финансовый лизинг не требует формирования на предприятии фонда погашения основного долга в связи с постепенностью его амортизации. Так как при финансовом лизинге обслуживание основного долга и его амортизация осуществляется одновременно (т.е. включены в состав лизинговых платежей в комплексе), с окончанием лизингового периода стоимость основного долга по лизингуемому активу сводится к нулю. Это

избавляет предприятие от необходимости отвлечения собственных финансовых ресурсов на формирование фонда погашения.

Перечисленные кредитные аспекты финансового лизинга определяют его как достаточно привлекательный кредитный инструмент в процессе привлечения предприятием заемного капитала для обеспечения своего экономического развития.

Управление финансовым лизингом на предприятии связано с использованием различных его видов. Классификация видов финансового лизинга по основным классификационным признакам приведена на рисунке 9.

1. По составу участников лизинговой операции разделяют прямой и косвенный виды финансового лизинга.

- Прямой лизинг характеризует лизинговую операцию, которая осуществляется между лизингодателем и лизингополучателем без посредников. Одной из форм прямого лизинга является сдача актива в лизинг непосредственным его производителем, что значительно снижает затраты на осуществление лизинговой операции и упрощает процедуру заключения лизинговой сделки. Второй из форм прямого лизинга является так называемый возвратный лизинг, при котором предприятие продает соответствующий свой актив будущему лизингодателю, а затем само же арендует этот актив. При обеих формах прямого лизинга участие третьих лиц в лизинговой операции не предусматривается.

- Косвенный лизинг характеризует лизинговую операцию, при которой передача арендуемого имущества лизингополучателю осуществляется через посредников (как правило, лизинговую компанию). В виде косвенного лизинга осуществляется в настоящее время преобладающая часть операций финансового лизинга.

2. По региональной принадлежности участников лизинговой операции выделяют внутренний и внешний (международный) лизинг.

- Внутренний лизинг характеризует лизинговую операцию, все участники которой являются резидентами данной страны.

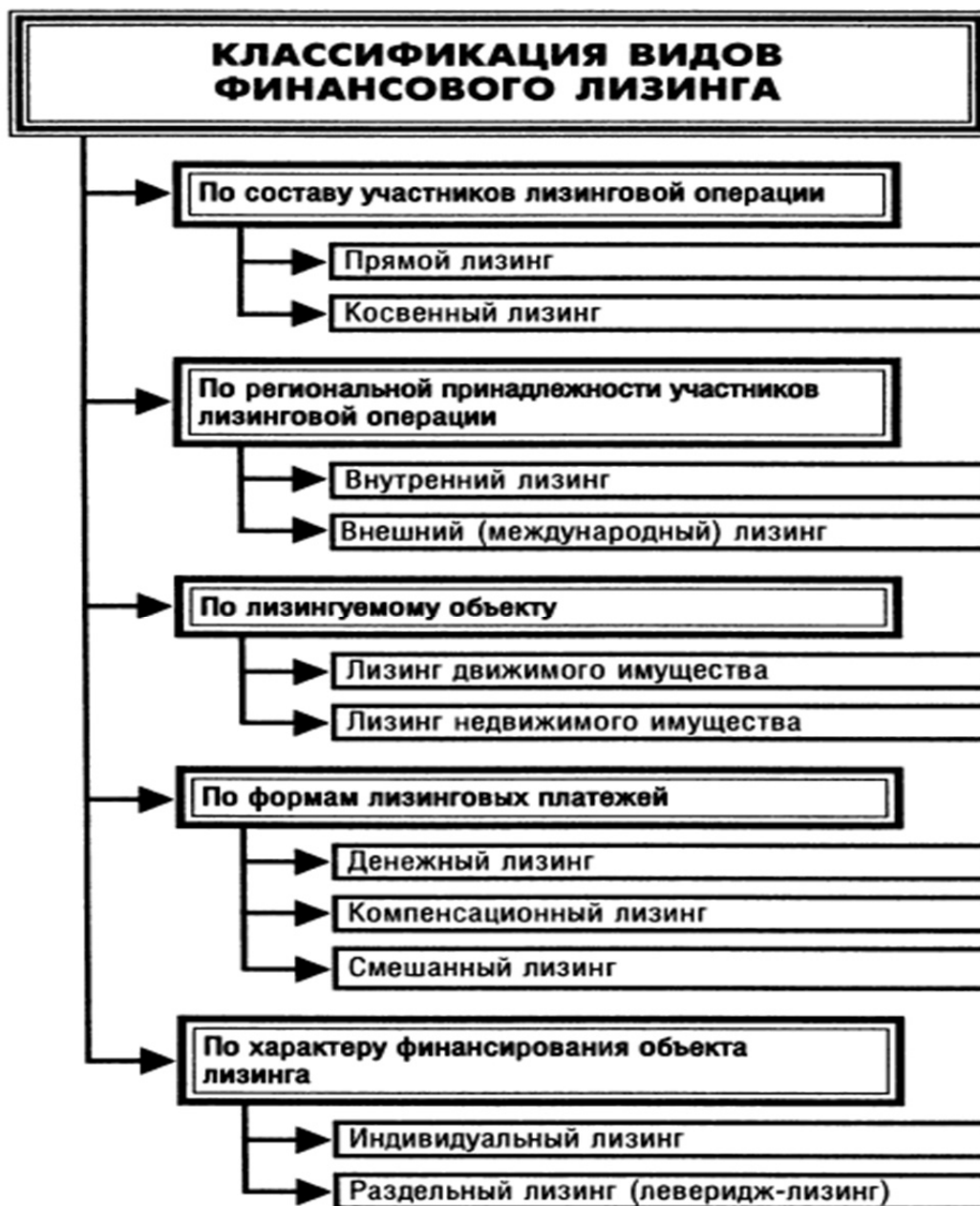


Рисунок 9 – Классификация видов финансового лизинга по основным признакам

- Внешний (международный) лизинг связан с лизинговыми операциями, осуществляемыми участниками из разных стран. На современном этапе внешний финансовый лизинг используется, как правило, при совершении лизинговых операций совместными предприятиями с участием иностранного капитала.

3. По лизингуемому объекту выделяют лизинг движимого и недвижимого имущества.

- Лизинг движимого имущества является основной формой лизинговых операций, законодательно регулируемых в нашей стране. Как правило, объектом такого вида финансового лизинга являются машины и оборудование, входящее в состав операционных основных средств.

- Лизинг недвижимого имущества заключается в покупке или строительстве по поручению лизингополучателя отдельных объектов недвижимости производственного, социального или другого назначения с их передачей ему на условиях финансового лизинга. Этот вид лизинга пока еще не получил распространения в нашей стране.

4. По формам лизинговых платежей различают денежный, компенсационный и смешанный виды лизинга.

- Денежный лизинг характеризует платежи по лизинговому соглашению исключительно в денежной форме. Этот вид лизинга является наиболее распространенным в системе осуществления предприятием финансового лизинга.

- Компенсационный лизинг предусматривает возможность осуществления лизинговых платежей предприятием в форме поставок продукции (товаров, услуг), производимой при использовании лизингуемых активов.

- Смешанный лизинг характеризуется сочетанием платежей по лизинговому соглашению как в денежной, так и в товарной форме (форме встречных услуг).

5. По характеру финансирования объекта лизинга выделяют индивидуальный и отдельный лизинг.

- Индивидуальный лизинг характеризует лизинговую операцию, в которой лизингодатель полностью финансирует производство или покупку передаваемого в аренду имущества.

- Отдельный лизинг (леверидж-лизинг) характеризует лизинговую сделку, в которой лизингодатель приобретает объект аренды частично за счет собственного капитала, а частично — за счет заемного. Такой вид лизинга

присущ крупным капиталоемким лизинговым операциям со сложным многоканальным финансированием передаваемого в аренду имущества.

С учетом изложенных основных видов финансового лизинга организуется процесс управления им на предприятии. Основной целью управления финансовым лизингом с позиций привлечения предприятием заемного капитала является минимизация потока платежей по обслуживанию каждой лизинговой операции.

**Процесс управления финансовым лизингом в организации** осуществляется по следующим основным этапам (рис. 10):



Рисунок 10 – Основные этапы управления финансовым лизингом в организации

1. Выбор объекта финансового лизинга. Такой выбор определяется необходимостью обновления или расширения состава операционных внеоборотных активов предприятия с учетом оценки инновационных качеств отдельных альтернативных их видов.

2. Выбор вида финансового лизинга. В основе такого выбора лежит классификация видов финансового лизинга и оценка следующих основных факторов:

- страна-производитель продукции, являющейся объектом финансового лизинга;
- рыночная стоимость объекта финансового лизинга;
- развитость инфраструктуры регионального лизингового рынка;
- сложившаяся практика осуществления лизинговых операций по аналогичным объектам лизинга;
- возможности эффективного использования лизингополучателем актива, являющегося объектом лизинга.

В процессе выбора вида финансового лизинга учитывается механизм приобретения лизингуемого актива, который сводится к трем альтернативным вариантам:

а) предприятие-лизингополучатель самостоятельно осуществляет отбор необходимого ему объекта лизинга и конкретного производителя — продавца имущества, а лизингодатель оплатив его стоимость передает это имущество в пользование лизингополучателя на условиях финансового лизинга (эта схема принципиально применима и к возвратному лизингу);

б) предприятие-лизингополучатель поручает отбор необходимого ему объекта лизинга своему потенциальному лизингодателю, который после его приобретения передает его предприятию на условиях финансового лизинга (такая схема наиболее часто используется при внешнем лизинге);

в) лизингодатель наделяет предприятие-лизингополучатель полномочиями своего агента по заказу предполагаемого объекта лизинга у его изготовителя и после его оплаты передает приобретенное им имущество лизингополучателю на условиях финансового лизинга (такая схема наиболее часто используется при внутреннем лизинге).

Таким образом, процесс выбора вида финансового лизинга совмещается обычно с процессом выбора и потенциального лизингодателя.

3. Согласование с лизингодателем условий осуществления лизинговой сделки. Это наиболее ответственный этап управления финансовым лизингом, во многом определяющий эффективность предстоящей лизинговой операции.

4. Оценка эффективности лизинговой операции. В основе такой оценки лежит сравнение суммарных потоков платежей при различных формах финансирования активов.

Эффективность денежных потоков (потоков платежей) сравнивается в настоящей стоимости по таким основным вариантам решений: приобретение активов в собственность за счет собственных финансовых ресурсов; приобретение активов в собственность за счет долгосрочного банковского кредита; аренда (лизинг) активов.

- Основу денежного потока приобретения актива в собственность за счет собственных финансовых ресурсов составляют расходы по его покупке, т.е. рыночная цена актива. Эти расходы осуществляются при покупке актива и поэтому не требуют приведения к настоящей стоимости.

5. Организация контроля за своевременным осуществлением лизинговых платежей. Лизинговые платежи в соответствии с графиком их осуществления включаются в разрабатываемый предприятием платежный календарь и контролируются в процессе мониторинга его текущей финансовой деятельности.

В процессе управления финансовым лизингом следует учесть, что многие правовые нормы его регулирования в нашей стране еще не установлены или разработаны недостаточно. В этих условиях следует ориентироваться на международные стандарты осуществления лизинговых операций с соответствующей их адаптацией к экономическим условиям нашей страны.

## **5. Теории структуры и стоимости капитала**

Деятельность любой компании носит многоцелевой характер; в частности, можно говорить о прибыли, величине капитала фирмы, доходности акций и др., т.е. давать оценку с помощью абсолютных и относительных



показателей. Прежде всего рассмотрим некоторые понятия, существенные для последующего изложения материала.

В теории финансового менеджмента различают два понятия: финансовая структура и структура капитала коммерческой организации. Под термином «*финансовая структура*» подразумевают способ финансирования деятельности коммерческой организации в целом, т.е. структуру всех источников средств, включая краткосрочные. Второй термин чаще всего относится к более узкой части источников средств — долгосрочным пассивам (собственные источники средств и долгосрочный заемный капитал). В дальнейшем речь будет идти о структуре капитала, поскольку будет рассматриваться политика принятия решений долгосрочного характера в отношении компании.

Следует различать понятия «стоимость капитала» и «оценка капитала». Последний термин, как правило, используется в отношении акционерного или заемного капитала. В частности, можно говорить о двух оценках этих источников: балансовой и рыночной. Как видно из названия, балансовая оценка некоторого объекта учета — это его оценка, представленная в основной отчетной форме — бухгалтерском балансе. Рыночная оценка чаще всего существенно отличается от балансовой, причем в любую сторону. В качестве примера можно привести акционерный капитал: величина уставного капитала в балансе исчислена исходя из номинала акций, однако их рыночная стоимость, а, следовательно, и рыночная оценка уставного капитала, может быть значительно выше.

Точно такая же ситуация возникает и с заемным капиталом. Безусловно, не все его компоненты в этом смысле равнозначны. В наиболее общем виде **заемный капитал как долгосрочный источник финансирования подразделяется на три вида:** банковские кредиты, облигационные займы и финансовый лизинг. Именно два последних источника играют основную роль в финансировании западных компаний за счет заемных средств.

Говорить о рыночной оценке в прямом смысле можно только в отношении займов, оформленных ценными бумагами, обращающимися на вторичном рынке; что касается банковского кредита и финансового лизинга, то соответствующие суммы оговорены в специальных договорах и после их заключения, как правило, уже не зависят от конъюнктуры рынка ссудных капиталов. Косвенное влияние на рыночную оценку облигационного займа оказывают и другие долгосрочные источники заемных средств.

Какая же оценка важнее: балансовая или рыночная? Однозначного ответа на этот вопрос не может быть. В частности, в бухгалтерском учете одним из основополагающих его принципов является принцип себестоимости, или исторических цен, согласно которому все объекты бухгалтерского учета должны отражаться в учете и отчетности в неизменной оценке, а именно по стоимости приобретения. Этому принципу следуют в большинстве стран мира, поэтому балансовые оценки являются естественным элементом всех методик оценки финансового состояния компании.

Однако для финансовых менеджеров и потенциальных инвесторов по крайней мере не меньший интерес представляет не только оценка сложившегося финансового положения, но и перспективы компании, ее привлекательность как объекта инвестирования, что находит выражение в рыночных ценах ее акций. Не случайно показатель *рыночной капитализации* компании, под которым понимают произведение рыночной цены акций (чаще всего привилегированные акции не учитываются при расчете этого показателя) на число акций, выпущенных ею в обращение, является одним из ключевых в большинстве рейтингов ведущих компаний мира.

С рыночными оценками гораздо труднее работать во многих отношениях. Прежде всего, в отличие от балансовых оценок, которые относительно легко верифицируемы, поскольку в учете всегда должны иметь место оправдательные документы, подтверждающие их реальность, рыночные оценки весьма субъективны. Далее, если балансовые оценки устойчивы по определению, то рыночные, напротив, могут быть весьма переменчивы.

Поэтому первыми легче пользоваться при разработке различных планов, что, в частности, находит свое отражение при планировании структуры источников.

В дополнение к показателю рыночной капитализации в финансовом менеджменте важную роль играет показатель, рассчитываемый как сумма рыночных стоимостей акционерного и заемного капиталов, который условно можно назвать *рыночной стоимостью фирмы*. Он дает обобщенную оценку положения компании на рынке капитала. Понятно, что, при прочих равных условиях, чем больше ее значение, тем более крупной является компания, а это, как уже отмечалось, нередко является одним из критериев успешности работы компании в целом и ее управленческого персонала в частности. Нарращивание рыночной стоимости фирмы на практике осуществляется различными способами: эмиссия ценных бумаг, получение кредитов, реинвестирование прибыли.

Бухгалтерский баланс представляет собой обобщенную финансовую модель компании, однако его валюта не дает величину рыночной стоимости компании. В принципе можно составить баланс и в рыночных оценках; отметим, что такая процедура является обиденной в случае составления ликвидационного баланса, в основу которого заложены цены возможной ликвидации активов, базирующиеся на их текущих рыночных ценах. Очевидно, что стоимость фирмы в рыночной и балансовой оценках в этом случае будут, как правило, существенно различаться; при этом соотношения между стоимостными оценками требуют специальной интерпретации. Легче всего это сделать исходя из основного свойства баланса, заключающегося в равновеликости его активов и пассивов, а также их изменений. Определенные сложности с интерпретацией возникают лишь в случае представления баланса в рыночной оценке.

Особых проблем нет, когда исходным элементом анализа служит рыночная оценка активов: если эта оценка превосходит балансовую (меньше ее), то разность может трактоваться как условная прибыль (убыток); она увеличивает (уменьшает) собственный капитал, т.е. входит в состав статей

пассива баланса. Более сложна интерпретация в том случае, если отталкиваются от рыночной оценки пассивов, что, как только что было показано, является вполне обычной аналитической операцией на рынке капитала (можно также упомянуть и о другой ситуации, когда рыночные оценки необходимы, — речь идет о процедурах поглощения или слияния компаний). В этом случае разность между рыночной оценкой пассивов и рыночной оценкой активов представляет собой *гудвилл* (положительный или отрицательный в зависимости от знака разности), экономический смысл которого заключается в стоимостной оценке наработанной фирмой к моменту анализа нематериальной ее ценности (торговая марка, имеющиеся у компании патенты, ею разработанные и в балансе не показываемые, сложившийся коллектив и др.). При прочих равных условиях, чем больше значение положительного гудвилла, тем большую ценность представляет собой данная компания. Гудвилл возникает при операциях купли/продажи компаний и отражается в балансе в составе нематериальных активов.

Основным путем наращивания рыночной стоимости фирмы является генерирование прибыли, однако не исключается и эмиссия ценных бумаг. Поскольку стоимость различных источников средств варьирует, возникает вполне резонный вопрос: возможно ли для компании увеличивать свою стоимость путем изменения структуры капитала?

Можно взглянуть на рассматриваемую проблему и с позиции соотношения риска и доходности в отношении акционеров. Соотношение между собственными и заемными источниками средств является одним из ключевых аналитических показателей, характеризующих степень риска инвестирования финансовых ресурсов в данное предприятие. В принципе привлечение заемных источников не только вызывает увеличение рисковости компании, но и должно сопровождаться повышением ожидаемой доходности собственного капитала. Причина здесь достаточно очевидна и заключается в том, что, как правило, новый проект, на реализацию которого мобилизуются финансовые ресурсы, должен быть привлекательным, т.е. экономически выгодным.

Безусловно, существуют различные причины принятия того или иного инвестиционного проекта, в том числе и имеющие вынужденный характер, однако в наиболее общем случае проект принимается, если его рентабельность выше, чем средневзвешенная стоимость капитала фирмы. Если собственных средств компании не хватает на принятие такого выгодного проекта и приходится привлекать заемные средства, т.е. повышение доходности сопровождается и ростом риска, с очевидностью возникает несколько вопросов. *Во-первых*, достаточно ли ожидаемого повышения доходности для компенсации возросшего риска и, *во-вторых*, какова должна быть оптимальная структура капитала в этом случае? Ответы на все эти вопросы с определенной долей условности даются в рамках теории структуры капитала, основной вклад в развитие которой был сделан Ф.Модильяни и М.Миллером.

Вопросы возможности и целесообразности управления структурой капитала давно дебатировались среди ученых и практиков. Существуют два основных подхода к этой проблеме:

- а) традиционный;
- б) теория Модильяни-Миллера.

Последователи первого подхода считают, что а) стоимость капитала фирмы зависит от его структуры; б) существует оптимальная структура капитала, минимизирующая значение *средневзвешенной стоимости капитала* и, следовательно, максимизирующая рыночную стоимость фирмы. При этом приводятся следующие аргументы.

Средневзвешенная стоимость капитала зависит от стоимости его составляющих, обобщенно подразделяемых на два вида — собственный и заемный капитал. В зависимости от структуры капитала стоимость каждого из этих источников меняется, причем темпы изменения различны. Многочисленные исследования показали, что умеренный рост доли заемных средств, т.е. некоторое повышение финансового риска, не вызывает немедленной реакции акционеров в плане увеличения требуемой доходности, однако при превышении некоторого порога безопасности ситуация меняется и

акционеры начинают требовать большей доходности для компенсации риска. Одновременно и стоимость заемного капитала, оставаясь сначала практически неизменной, при определенном изменении состава источников начинает возрастать. Поскольку, как отмечалось выше, стоимость заемного капитала в среднем ниже, чем стоимость собственного капитала, существует структура капитала, называемая оптимальной, при которой показатель средневзвешенной стоимости капитала имеет минимальное значение, а, следовательно, рыночная стоимость фирмы будет максимальной.

Таким образом, оптимальная структура капитала в условиях задачи достигается в случае, когда доля заемного капитала составляет 20%. При этом средневзвешенная стоимость капитала имеет наименьшее значение.

Основоположники второго подхода Ф. Модильяни и М. Миллер (1958 г.) утверждают как раз обратное — при некоторых условиях рыночная стоимость фирмы и стоимость капитала не зависят от его структуры, а, следовательно, их нельзя оптимизировать, нельзя и наращивать рыночную стоимость фирмы за счет изменения структуры капитала. Последнее утверждение иногда называют «принципом пирога»: можно по-разному делить пирог, но его величина при этом, естественно, не меняется.

При обосновании своего подхода Модильяни и Миллер ввели в и ином или неявном виде ряд ограничений, в частности:

- предполагается наличие эффективного рынка капитала, подразумевающего, в частности, бесплатность информации, ее равнодоступность для всех заинтересованных лиц, отсутствие транзакционных расходов, возможность любого дробления ценных бумаг, рациональность поведения инвесторов;
- компании эмитируют только два типа обязательств: долговые с безрисковой ставкой и акции (рисковый капитал);
- физические лица могут осуществлять ссудо-заемные операции по безрисковой ставке;
- отсутствуют затраты, связанные с банкротством;

- считается, что все компании находятся в одной группе риска;
- ожидаемые денежные потоки представляют собой бессрочные аннуитеты (т.е. рост доходов не предполагается);
- отсутствуют налоги.

Очевидно, что некоторые из этих ограничений вряд ли можно признать реалистичными, однако дальнейшие исследования показали, что не оказывает существенного влияния на основные выводы, полученные Модильяни и Миллером. Кроме того, некоторые из ограничений были уточнены или вовсе сняты.

### **Вопросы для самопроверки**

1. Капитал: сущность, трактовки
2. Управление собственным капиталом
3. Управление уставным капиталом
4. Управление добавочным капиталом
5. Управление резервным капиталом
6. Управление нераспределенной прибылью
7. Управление заемным капиталом
8. Долгосрочный банковский кредит
9. Облигационный заем
10. Лизинг как источник финансирования
11. Финансовый лизинг
12. Оперативный лизинг
13. Теории структуры капитала
14. Стоимость капитала
15. Оценка капитала

### **Тесты для контроля самостоятельной работы**

1. Лизинг используется предприятием для:  
- получения права на использование оборудования

- приобретение оборудования при отсутствии у предприятия необходимых средств на эту цель
- наполнения собственных источников финансирования предприятия

2. Арендные платежи по лизингу лизингополучатель включает:

- прибыль от реализации
- операционные расходы
- в себестоимость продукции

3. При использовании долгосрочного кредита расчет ежегодных общих сумм платежей методом аннуитета ... общие выплаты по кредиту

- увеличивает
- не изменяет
- уменьшает

4. Внешними источниками финансирования являются ...:

- банковские ссуды
- эмиссия облигаций
- эмиссия акций
- накопленная амортизация
- прибыль, удержанная от распределения

5. Стоимость товарного кредита равна ...

- стоимости банковского кредита
- стоимости услуг факторинга
- учетному проценту по векселю
- величине скидки поставщика

6. Если кредитные ресурсы используются в качестве источников инвестиций, проценты по займам и ссудам:



- выплачиваются из валовой прибыли до уплаты налогов
- выплачиваются из прибыли после уплаты налогов
- в себестоимость
- выплачиваются из чистой прибыли

7. Прямое финансирование - это:

- получение банковской ссуды
- выпуск векселя
- эмиссия акций
- финансирование чистой прибыли
- начисление амортизации

8. Косвенное финансирование - это:

- направление части прибыли на инвестиции
- получение прямых иностранных инвестиций
- финансирование путем выпуска акций и облигаций
- финансирование путем обращения за банковскими кредитами

9. Распределите этапы процесса оценки стоимости капитала в соответствии с порядком их проведения:

- оценка стоимости отдельных элементов привлекаемого предприятием заемного капитала;
- оценка средневзвешенной стоимости капитала предприятия;
- оценка стоимости отдельных элементов собственного капитала предприятия.

10. Стоимость функционирующего собственного капитала в отчетном периоде определяется по формуле:

- $СК_{\text{фо}} = (\text{ЧПс} * 100) / \overline{\text{СК}}$ ;
- $СК_{\text{фо}} = (\text{ЧПс} * 100) / \text{ПВ}_{\text{T}}$ ;

–  $СК_{фо} = СК_{фп} * ПВ_{т}$  ;

11. Стоимость функционирующего собственного капитала в плановом периоде определяется по формуле:

–  $СК_{фп} = (ЧПс * 100) / \overline{СК}$ ;

–  $СК_{фп} = (ЧПс * 100) / ПВ_{т}$  ;

–  $СК_{фп} = СК_{фо} * ПВ_{т}$  .

12. Оценка средневзвешенной стоимости капитала предприятия основывается на \_\_\_\_\_:

- поэлементной оценке стоимости каждой из его составных частей;
- оценке стоимости функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде;
- оценке суммы собственного капитала, привлеченного за счет эмиссии акций.

13. Формула средневзвешенной стоимости капитала имеет следующий вид:

–  $ССК = ЗК / СК$  ;

–  $ССК = \frac{\sum C_i * Y_i}{\sum Y_i}$  ;

–  $ССК = ЗК / \sum C_i * Y_i$  .

14. Средневзвешенная стоимость капитала является главным критериальным показателем оценки \_\_\_\_\_:

- эффективности формирования капитала;
- эффективности использования капитала;
- рентабельности капитала.

15. Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет эмиссии привилегированных акций определяется с учетом:

- количества дополнительно эмитируемых простых акций;
- фиксированного размера дивидендов, который по ним заранее предопределено;
- планируемого темпа выплат дивидендов.

16. Стоимость текущих обязательств предприятия по расчетам при определении средневзвешенной стоимости капитала учитывается по ставке процента:

- равной среднерыночной ставке за кредит в данном периоде;
- равной ставке налога на прибыль;
- равной нулю.

17. Стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, оценивается на базе:

- ставки купонного процента по ней, формирующего сумму периодических купонных выплат;
- общей сумме дисконта, выплачиваемая при погашении;
- оба варианта верны, это зависит от того, на каких условиях продаются облигации.

18. Что является главным показателем при расчете стоимости банковского кредита:

- ставка налога на прибыль;
- ставка процента за кредит;
- ставка страхования кредита за счет заемщика.

19. Стоимость финансового лизинга должна:

- превышать стоимость банковского кредита, предоставляемого на аналогичный период;

- быть ниже стоимости банковского кредита, предоставляемого на аналогичный период;
- быть равна стоимости банковского кредита, предоставляемого на аналогичный период.

20. Управление стоимостью заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, сводится к разработке соответствующей эмиссионной политики, обеспечивающей полную реализацию эмитируемых облигаций на условиях:

- не выше среднерыночных;
- не ниже среднерыночных;
- равным среднерыночным.

21. Если по условиям контракта отсрочка платежа допускается в пределах месяца со дня поставки (получения) продукции, а размер ценовой скидки за наличный платеж 5% то годовая стоимость привлеченного товарного кредита составит:

- $360 / (5\% * 30) = 2,4\%$ ;
- $5\% * (360 / 30) = 60\%$ ;
- $(5\% * 30) / 360 = 12,5\%$

22. \_\_\_\_\_ – это соотношение всех форм собственных и заемных финансовых ресурсов, используемых предприятием в процессе своей хозяйственной деятельности для финансирования активов.

- структура капитала;
- капитал;
- структура активов.

23. На что направлена оптимизация структуры капитала?

- на получение прибыли;
- на максимизацию рыночной стоимости;
- на увеличение доходов собственников предприятия.

24. Оптимальная структура капитала – это такая структура капитала, при которой обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между \_\_\_\_\_ и коэффициентом финансовой устойчивости предприятия:

- коэффициентом рентабельности собственных средств;
- финансовым левериджем;
- коэффициентом финансовой рентабельности.

### **Литература**

1. Когденко, В.Г. Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент / В.Г. Когденко. - М.: Юнити-Дана, 2018. - 549 с.
2. ЭБС «Znanium»: Финансовый менеджмент : учебник / Е.В. Лисицына, Т.В. Ващенко, М.В. Забродина ; под ред. К.В. Екимовой. - М. : ИНФРА-М, 2018. - 184 с. - (Высшее образование: Бакалавриат). Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/952263>
3. ЭБ «Труды ученых СтГАУ»: Финансовый менеджмент [электронный полный текст] : учебник / Л. А. Латышева, Ю. М. Складорова, И. Ю. Складоров, С. В. Фролко, А. Я. Глушко, Л. В. Кулешова, Т. В. Скребцова, С. Ю. Шамрина, Н. В. Собченко, П. В. Нестеренко, Т. Н. Башкатова, Т. Н. Урядова, Е. И. Капустина ; под общ. ред. Л. А. Латышевой ; СтГАУ. - Москва - Ставрополь : Миракль, 2016. - 2,27 МБ.
4. Финансовый менеджмент: учебник / Кириченко Т.Т. - М.: Дашков и К, 2018. - 484 с.: ISBN 978-5-394-01996-8 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/415005>

## **Тема 8: ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА НА ПРЕДПРИЯТИЯХ**

*Целью* является рассмотрение дивидендной политики и ее влияние на рыночную стоимость предприятия; состав источников и формы для выплаты дивидендов; основные ограничения для выплаты дивидендов.

### **План**

1. Дивидендная политика и ее влияние на рыночную стоимость предприятия
2. Источники и формы для выплаты дивидендов
3. Ограничения для выплаты дивидендов

### **1. Дивидендная политика и ее влияние на рыночную стоимость предприятия**

В рамках управления финансами предприятия наряду с решениями инвестирования, определяющими степень расширения активов и потребность предприятия в средствах, и решениями финансирования, позволяющими изыскать источники средств и определить их оптимальную структуру, важное значение отводится дивидендной политике. Без учета особенностей дивидендной политики не могут быть приняты решения по структуре источников финансирования и направлениям инвестиционной политики.

Дивидендная политика - часть финансовой политики предприятия, включающая выработку концепции распределения чистой прибыли и формирования доли собственника в ней в соответствии с его вкладом, установление оптимального соотношения между потребляемой и капитализируемой частями прибыли, а также определение конкретных мер, направленных на увеличение рыночной стоимости акций.

Дивидендная политика в рыночной экономике должна способствовать достижению главной цели финансового менеджмента – максимизации

благосостояния собственников предприятия в текущем и перспективном периоде. Формой реализации разработанной дивидендной политики предприятия выступает конкретный механизм распределения прибыли по двум основным направлениям: реинвестирование прибыли и выплата доходов собственникам предприятия. Все остальные направления использования прибыли с точки зрения накопления капитала рассматриваются в качестве расходов предприятия.

Капитализация, которая может осуществляться путем направления чистой прибыли на производственное развитие, реинвестирования чистого денежного потока от инвестиций, осуществления дивидендных выплат в форме новых акций и др., свидетельствует о росте имущественного состояния предприятия, увеличении его собственных средств.

Капитализированная чистая прибыль, являясь одной из форм резерва собственных финансовых ресурсов предприятия для его производственного развития в долгосрочном периоде, предназначена для реинвестирования в производство. Реинвестирование прибыли — это процесс поиска, изучения, экономической оценки альтернативных инвестиционных проектов с точки зрения потенциальных доходов предприятия, а также практическая реализация наиболее эффективных вариантов инвестирования. Реинвестирование прибыли является относительно дешевой формой финансирования для предприятия по сравнению с выпуском новых акций и позволяет сохранять сложившуюся систему контроля за его деятельностью.

Часть чистой прибыли предприятия с определенной периодичностью (ежегодно, ежеквартально, раз в полгода) распределяется между акционерами в соответствии с видами и количеством акций, находящихся в их владении.

Дивиденд - это доля прибыли, приходящаяся на одну акцию и представляющая текущий доход акционеров.

В Российской Федерации дивидендом признается любой доход, полученный акционером (участником) от организации при распределении прибыли, остающейся после налогообложения (в том числе в виде процентов

по привилегированным акциям), по принадлежащим акционеру (участнику) акциям (долям). Выплаты при ликвидации организации акционеру (участнику) этой организации в денежной или в натуральной форме; выплаты акционерам (участникам) организации в виде передачи акций этой же организации в собственность дивидендами не признаются (Налоговый кодекс РФ, ч. 1, ст. 43).

Решения по дивидендным выплатам российских предприятий затрагивают как обыкновенные, так и привилегированные акции. Выплаты по привилегированным акциям относятся к обязательным фиксированным платежам, установленным в денежных единицах или в виде процентной величины дивиденда к номиналу привилегированной акции. Основным показателем уровня дивидендных выплат по обыкновенным акциям является показатель “дивиденды на одну акцию” (DPS), который рассчитывается как отношение массы дивидендов к числу обыкновенных акций в обращении.

Важное значение для характеристики дивидендной политики предприятия также имеют показатели прибыльности, текущей и общей доходности обыкновенных акций.

Чем большая доля чистой прибыли выплачивается в качестве текущего дохода акционерам, тем ниже становится норма капитализации чистой прибыли. Сокращение чистой прибыли как источника самофинансирования в конечном счете может замедлить внутренние темпы роста, ограничить темпы наращивания выручки предприятия и уменьшить возможности привлечения кредитов.

Механизм достижения конечных финансовых интересов собственников предприятия в рамках дивидендной политики реализуется посредством выбора пропорции между текущим потреблением прибыли и будущим ее ростом, обеспечивающим максимизацию рыночной стоимости предприятия в результате наращивания ее капитализированной стоимости и достаточное финансирование деятельности предприятия.



Рыночная стоимость предприятия, представляющая суммарную рыночную оценку собственного и заемного капитала, характеризуется различными показателями. Показатель величины собственного капитала, учитываемый при определении рыночной стоимости предприятия, во многом определяет финансовую устойчивость и платежеспособность предприятия. Решения о выплате дивидендов, реинвестировании прибыли в активы предприятия или их соотношении в чистой прибыли; о стабильности или ежегодном изменении значения дивидендного выхода; о размере текущего дивиденда на акцию; об источниках, формах и методиках дивидендных выплат представляют собой важную составную часть общей политики управления собственным капиталом.

В зависимости от предпочтений инвесторами дивидендов или дохода от прироста капитала изменения в дивидендной политике имеют два противоположных результата: высокие текущие дивиденды и рост цены акции в краткосрочном периоде, либо будущий рост дивидендных выплат, максимизирующих цену акций в перспективе. Предпочтения инвесторов могут быть описаны с помощью модели ценообразования на акции с постоянным темпом прироста дивидендов.

Таким образом, важное значение приобретает ответ на вопрос о влиянии изменений в дивидендной политике на рыночную стоимость предприятия. Многочисленные теоретические исследования в области формирования дивидендной политики в рыночной экономике позволили выделить два основных подхода в решении ключевого вопроса дивидендной политики.

Во-первых, выбор дивидендной политики не влияет на цены акций предприятия и рыночную стоимость предприятия.

Дивидендная политика рассматривается только как решение о финансировании, в результате которого величина дивидендного выхода изменяется от 0 до 100% в соответствии с колебаниями числа приемлемых для предприятия инвестиционных проектов. Пассивная роль дивидендной

политики в механизме управления прибылью и собственным капиталом полностью снимает вопрос об оптимизации размера дивидендного выхода.

Во-вторых, выбор дивидендной политики влияет на цены акций предприятия и рыночную стоимость предприятия:

а) Максимизирует рыночную стоимость предприятия при высоком значении показателя дивидендных выплат (традиционная теория).

б) Максимизирует рыночную стоимость предприятия при низком (или нулевом) значении показателя дивидендного выхода (радикальная теория).

В рамках первой концепции Ф. Модильяни и М. Миллер разработали теорию иррелевантности дивидендов. При теоретическом обосновании своей позиции в отношении иррелевантности дивидендов авторы использовали следующие допущения: отсутствие налогообложения прибыли, расходов по выпуску акций и транзакционных издержек; независимость инвестиционной политики предприятия от политики выплаты дивидендов, наличие симметричной информации у инвесторов и менеджеров. В условиях идеальных (совершенных) рынков капитала инвесторам безразличен выбор между дивидендами и доходом от прироста капитала и они самостоятельно могут принимать решения по направлению полученного дохода на реинвестирование в реальные или финансовые активы, либо на текущее потребление в зависимости от своих предпочтений. Тип поведения инвесторов согласно теории иррелевантности дивидендов можно представить следующим образом:

- прирост ожидаемой доходности вследствие увеличения курсовой стоимости акции менее прогнозируем, чем дивиденд;
- инвесторы менее информированы, чем менеджеры об инвестиционных возможностях предприятия и о доходности инвестиционных проектов;
- большая возможность влияния инвесторов на определение размера дивиденда, чем на установление цены акции.

Инвесторов, предпочитающих текущие дивидендные выплаты, удовлетворяет меньшая норма дохода на инвестированный капитал, что

приводит к возрастанию рыночной оценки акционерного капитала. В случае невыплаты дивидендов приемлемая для инвесторов норма дохода повышается, а рыночная оценка акционерного капитала снижается.

В связи с тем, что ожидаемая общая доходность акций увеличивается по мере снижения удельного веса дивидендов в прибыли и возрастания риска инвесторов, предприятия должны устанавливать высокий удельный вес дивидендных выплат в прибыли и предлагать высокую дивидендную доходность в целях максимизации своей стоимости.

Оппоненты данной теории, считающие, что инвесторы индифферентны к выбору между дивидендами и доходом от прироста капитала, назвали аргументацию М. Гордона и Д. Линтнера “заблуждением по поводу синицы в руках”. По их мнению большинство инвесторов полученные текущие дивиденды вновь реинвестируют в акции своего или другого предприятия. Отсюда следует, что для инвесторов рискованность денежных потоков предприятия в долгосрочном периоде определяется риском деятельности предприятия, а не типом его дивидендной политики. В результате делается заключение, что фактор риска нельзя использовать в пользу выбора той или иной дивидендной политики.

В рамках второго направления влияния дивидендной политики на рыночную стоимость предприятия Р. Литценбергером и К. Рамасвами была разработана теория налоговой дифференциации. В качестве существенного фактора, влияющего на цену акций и рыночную стоимость предприятия, авторы называют налоговые предпочтения инвесторов, определяемые критерием минимизации налогообложения их доходов. Они исходили из того факта, что на практике почти всегда существуют различия в налогообложении доходов акционеров. Налоговые удержания с прироста капитала в результате налоговых льгот на реинвестируемую прибыль, действия фактора временной стоимости денег при отсрочке момента уплаты налогов на доход от прироста капитала, преимуществ по налоговым ставкам, практически всегда ниже, чем налоговые выплаты по текущим дивидендным доходам акционеров.

Следовательно, инвесторы при оценке акций будут ориентироваться на низкое значение доналоговой дивидендной доходности и отдадут предпочтение доходу от прироста капитала.

Таким образом, дивидендная политика по мнению авторов должна обеспечивать минимизацию дивидендных выплат для уменьшения налогообложения совокупного дохода собственника в целях максимизации рыночной стоимости предприятия

Теория, объясняющая выбор дивидендной политики эффектом на цену акций дифференциацией налогообложения доходов инвесторов, подверглась критике за то, что она не учитывает менталитет многочисленных акционеров с низким уровнем доходов, ориентированных на текущие дивидендные выплаты. По их мнению, предпочтения этой группы акционеров снижают спрос на акции с низкой дивидендной доходностью и рыночная цена акций падает.

## **2. Источники и формы для выплаты дивидендов**

Источники дивидендных выплат регламентируются законодательными актами, регулирующими порядок выплаты дивидендов в той или иной стране, и могут быть представлены двумя основными схемами:

- а) прибыль отчетного периода и нераспределенная прибыль прошлых лет;
- б) прибыль и эмиссионный доход.

Российское законодательство предусматривает в качестве базового варианта выплату дивидендов из чистой прибыли акционерного общества за текущий год. Кроме того, дивиденды по привилегированным акциям определенных типов могут выплачиваться из специально созданных для этого фондов общества за счет прибыли прошлых лет.

Важным элементом дивидендной политики являются формы дивидендов, которые могут выплачиваться деньгами, а в случаях,

предусмотренных уставом общества, - иным имуществом: вновь выпущенными акциями акционерного общества, облигациями, иными видами ценных бумаг, товарами.

Наиболее распространена выплата дивидендов в денежной форме (наличными из кассы предприятия, чеком, платежным поручением, почтовым переводом).

Выплата дивидендов дополнительными акциями, при которой вся нераспределенная прибыль поступает на развитие, может рекомендоваться в следующих случаях:

- для решения ликвидных проблем при неустойчивом финансовом положении предприятия,
- при быстрых темпах роста финансово устойчивой организации;
- при временном недостатке финансовых ресурсов у предприятия в результате реализации инвестиционных проектов;
- при постановке цели поглощения другой фирмы;
- для изменения структуры источников средств;
- для акционеров, ориентированных на рост капитала и снижение прогрессивности подоходного налогообложения;
- для дополнительного стимулирования управленцев, наделенных акциями предприятия.

Предоставление акционерам дополнительных акций на сумму дивидендных выплат влечет за собой увеличение общего числа акций в обращении и в определенной степени ограничивает процесс размывания права собственности по сравнению с их публичным размещением. Информация о невыплате дивидендов дает отрицательный “сигнал”, в то время как выплата дивидендов акциями позволяет сохранить репутацию предприятия и не снизить цену акции. Последствием выплаты дивидендов акциями также может стать повышение ликвидности акций через снижение рыночной цены.

Главный недостаток этой формы расчетов с акционерами заключается в том, что ряд акционеров, предпочитающих текущий доход в форме денежных выплат, продадут свои акции на рынке. Компромиссным вариантом выплаты дивидендов являются программы их автоматического реинвестирования, позволяющие акционерам делать выбор между дивидендами в денежной форме и реинвестированием части или всей суммы в дополнительные акции.

Формой реинвестирования дивидендов, требующей согласия акционеров, является выкуп за счет средств дивидендного фонда части собственных акций предприятием на фондовом рынке. Решение о выкупе акций должно быть оправдано необходимостью размещения избытка денежных средств в ситуации, когда предприятие не имеет более привлекательных возможностей для инвестирования. В этом случае решение о выкупе акций, конечная цель которого состоит в изменении структуры капитала, можно рассматривать как элемент дивидендной политики.

Основными методами выкупа акций являются:

- покупка акций на открытом рынке (требуется значительный период для аккумуляции пакета акций);
- покупка у отдельных акционеров (в основном у держателей крупных пакетов);
- тендерное предложение всем акционерам о покупке их акций
  - а) по фиксированной цене;
  - б) на общую сумму выкупа акций с определенным интервалом варьирования цены выкупа.

Выкуп акций, обеспечивая отсрочку налогов на дивидендные выплаты, позволяет минимизировать налогообложение доходов акционеров, а также достичь желаемой структуры капитала и увеличить прибыльность одной акции.

### **3. Ограничения для выплаты дивидендов**

При разработке дивидендной политики на конкретном предприятии как части его общей финансовой стратегии необходимы анализ и оценка факторов, ограничивающих принятие дивидендного решения. Рассмотрим основные ограничения для выплаты дивидендов.

1. *Ограничения инвестиционного характера.* Снижение уровня дивидендных выплат:

- для инвестирования дальнейшего роста быстро растущего прибыльного предприятия;
- на ранних стадиях жизненного цикла предприятия;
- при активизации инвестиционной деятельности предприятия в период принятия инвестиционных программ предприятия, направленных на расширенное воспроизводство основных фондов;
- в целях ускоренной реализации и обеспечения эффективной эксплуатации инвестиционных проектов при благоприятной конъюнктуре рынка.

Для учета этих факторов в учредительных документах оговаривается минимальная доля текущей прибыли, обязательная к реинвестированию, в целях концентрации собственных финансовых ресурсов.

2. *Ограничения финансового характера.* Уменьшение дивидендных выплат в связи:

- с недостаточной ликвидностью предприятия, отсутствием у него достаточного размера средств для дивидендных выплат в денежной форме;
- с низкой доходностью предприятия;
- с отсутствием стабильного дохода;
- с высоким уровнем риска деятельности предприятия;
- с высокой стоимостью привлечения дополнительного акционерного капитала;
- с высокой стоимостью заемного капитала;
- с отсутствием доступа к внешним источникам финансирования;

- с высоким показателем отношения долговых обязательств к акционерному капиталу;
- с суммой денежного потока, отражающего ограниченную способность предприятия выплачивать дивиденды;
- с дифференциацией налогообложения доходов инвестора;
- с заключенными кредитными договорами, лимитирующими выплачиваемые дивиденды.

3. *Ограничения организационно-управленческого характера* (в связи с интересами акционеров).

Уменьшение дивидендных выплат в связи:

- с проблемой “разжижения” права собственности, т.е. появления новых акционеров в случае выплаты высоких дивидендов, использования дополнительной эмиссии акций как средства финансирования;

- с высоким уровнем доходов акционеров. Различные группы акционеров (клиентура) предпочитают различную политику выплаты дивидендов: инвесторы с низкими доходами ориентированы на текущий доход и политику высоких дивидендных выплат, а инвесторы с высоким уровнем дохода — предпочитают реинвестирование, позволяющее оптимизировать налогообложение их доходов, и политику низких дивидендов. Предприятия должны учитывать эффект клиентуры, т.е. возможность повышения цены акций через привлечение акционеров с одинаковыми предпочтениями дивидендной политики. В результате инвесторы с высоким уровнем доходов будут преобладать среди акционеров предприятия с низким значением дивидендного выхода, а инвесторы, ориентированные на текущий доход, выберут организацию с высоким дивидендным выходом. Акционеры, которые не смогут реализовать свои предпочтения, реинвестируют свой капитал в акции других предприятий. Таким образом, при проведении дивидендной политики, ориентированной на акционеров с одинаковыми предпочтениями, состав “клиентуры” предприятия станет более однородным. Увеличение дивидендных выплат в связи с необходимостью сохранения контроля над



управлением предприятием (очень низкий уровень дивидендных выплат может привести к снижению рыночной стоимости акций, массовому “сбросу” акций акционерами, поглощению организации другой компанией);

#### *4. Ограничения правового характера*

- Институциональные ограничения.

а) Законодательство определяет виды обыкновенных акций, которые могут приобретать определенные институциональные инвесторы, учитывая длительность периода выплаты по ним дивидендов. В случае прекращения дивидендных выплат или их отсутствия акции организации не могут считаться объектом инвестиций для институциональных инвесторов.

б) В соответствии с законодательными актами предприятия могут иметь ограничения в расходовании дохода от прироста капитала.

- Запрещение выплаты дивидендов в денежной форме предприятиям-банкротам. (Российское законодательство лишает права органы управления обществом принимать решение об объявлении дивидендов в случае, если на момент его принятия оно отвечает признакам несостоятельности (банкротства) или указанные признаки появятся у него в результате выплаты дивидендов);

- Налогообложение превышения нераспределенной прибыли над установленным нормативом в целях защиты прав кредиторов и предотвращения проедания собственного капитала.

- Процедурные ограничения по выплате дивидендов. Согласно ГК РФ (гл.4,ст.102) акционерное общество не вправе объявлять и выплачивать дивиденды: до полной оплаты всего уставного капитала. В Федеральном законе РФ «Об акционерных обществах» предусмотрено, если стоимость чистых активов акционерного общества меньше его уставного капитала, и резервного фонда, и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций, либо станет меньше их размера в результате выплаты дивидендов, то общество также не вправе принимать решение о выплате дивидендов по

акциям. До выкупа всех акций, которые должны быть выкуплены в соответствии со ст.76 указанного Федерального закона, выплата дивидендов не осуществляется. Размер годовых дивидендов не может быть больше рекомендованного советом директоров (наблюдательным советом) общества и меньше выплаченных промежуточных дивидендов.

5. Прочие ограничения.

### **Вопросы для самопроверки**

1. Финансовая политика организации
2. Дивидендная политика
3. Влияние дивидендной политики на рыночную стоимость предприятия
4. Понятие дивиденда
5. Источники и формы для выплаты дивидендов
6. Капитализированная прибыль
7. Реинвестированная прибыль
8. Ограничения для выплаты дивидендов

### **Тесты для контроля самостоятельной работы**

1. Источник выплаты дивидендов по привилегированным акциям при нехватке прибыли у акционерного общества:

- выпуск векселя
- дополнительные эмиссия акций
- краткосрочный банковский кредит
- эмиссия облигаций
- резервный капитал

2. Снижение выплаты дивидендов практикуется:

- в целях ограничения спроса на свои акции
- для активизации инвестиций и роста

- для экономии наличных ресурсов

3. Показатель прибыли на акцию рассчитывается исходя из:

- чистой прибыли, уменьшенной на сумму обязательных платежей
- чистой прибыли
- балансовой прибыли

4. Текущая доходность акции определяется делением выплаченной суммы дивидендов на ... стоимость акций

- номинальную
- среднюю рыночную
- курсовую

5. Коэффициент покрытия дивидендов измеряет:

- установленный уровень дивидендов на привилегированные акции
- максимально возможный уровень дивидендов на обыкновенные акции
- уровень фактически выплаченных дивидендов на обыкновенные акции

6. Собственные акции, выкупленные у акционеров ... собственный капитал

- уменьшают
- увеличивают
- не влияют на

7. Дополнительные эмиссии акций производятся:

- в целях удержания контроля
- в целях поддержания рыночного курса
- в качестве защиты от поглощений
- с целью получения дополнительного внешнего финансирования
- в целях минимизации налогов

8. Максимизация доходов акционеров:

- является краткосрочной задачей компании
- является нефинансовой целью
- является стратегической финансовой целью деятельности
- не должна ставиться как финансовая цель

9. Выкуп собственных акций производится с целью:

- уменьшения обязательств компании
- поддержания рыночной стоимости компании
- уменьшения издержек финансирования собственного капитала

10. Дивиденды по привилегированным акциям всегда выше, чем по обыкновенным:

- верное утверждение;
- наоборот, дивиденды по привилегированным акциям всегда ниже, чем по обыкновенным;
- нет однозначного соотношения.

11. Какой орган принимает окончательное решение о величине выплачиваемых дивидендов?

- собрание акционеров;
- совет директоров;
- ревизионная комиссия;
- правление компании.

12. Показатель EPS это:

- чистая прибыль в расчете на одну обыкновенную акцию;
- начисленный, но не выплаченный дивиденд;
- чистая прибыль в расчете на одну привилегированную акцию.

13. Дивиденд по обыкновенным акциям:

- не может быть больше, чем чистая прибыль в расчете на одну обыкновенную акцию,
- может быть больше, чем чистая прибыль в расчете на одну обыкновенную акцию,
- может быть нулевым, даже если чистая прибыль в расчете на одну обыкновенную акцию больше нуля.

14. Могут ли выплачиваться дивиденды по обыкновенным акциям, если по итогам года у компании нет чистой прибыли, а есть только убытки?

- могут;
- не могут;
- определяется большинством голосов на собрании акционеров.

15. Что такое норма дивидендного выхода?

- отношение дивиденда к рыночной цене обыкновенной акции,
- отношение дивиденда к номиналу обыкновенной акции,
- доля чистой прибыли, направленной на выплату дивидендов по обыкновенным акциям.

16. Дивиденд – это:

- часть прибыли отчетного периода, выплачиваемая акционерам пропорционально их долям в уставном капитале;
- часть имущества акционерного общества, изымаемая его акционерами пропорционально их долям в уставном капитале;

17. Каким образом повышение процентных ставок налога может повлиять на общие коэффициенты выплаты дивидендов при прочих равных условиях?

- общие коэффициенты выплаты дивидендов повысятся
- общие коэффициенты выплаты дивидендов не изменятся

- общие коэффициенты выплаты дивидендов уменьшатся

18. Каким образом увеличение корпоративных прибылей может повлиять на общие коэффициенты выплаты дивидендов при прочих равных условиях?

- общие коэффициенты выплаты дивидендов повысятся

- общие коэффициенты выплаты дивидендов не изменятся

- общие коэффициенты выплаты дивидендов уменьшатся

19. Каким образом разрешение корпорациям вычитать дивиденды в налоговых целях, как сейчас вычитаются платежи процентов, может повлиять на общие коэффициенты выплаты дивидендов при прочих равных условиях?

- общие коэффициенты выплаты дивидендов повысятся

- общие коэффициенты выплаты дивидендов не изменятся

- общие коэффициенты выплаты дивидендов уменьшатся

20. Теория «синицы в руках» утверждает:

- стоимость компании максимизируется выплатой дивидендов;

- стоимость компании не зависит от дивидендной политики;

- дивидендная политика не влияет на требуемую инвесторами норму прибыли;

- инвесторы предпочитают получать доход от прироста капитала, а не в виде дивидендов.

21. Дивидендная политика по остаточному принципу требует:

- сначала из чистой прибыли выплатить дивиденды, а то, что останется, вложить в инвестиционные проекты;

- вначале из чистой прибыли профинансировать эффективные инвестиционные проекты, а то, что останется, выплатить акционерам в виде дивидендов;

- выплачивать акционерам дивиденды в случае, когда компания находится в преддверии банкротства.

22. Какой ответ неверен? Дробление акций и дивиденды, выплачиваемые акциями – это:

- мера повышения величины чистой прибыли.
- мера по снижению цены акции;
- мера снижения дивиденда на акцию;

23. Дата «без дивиденда» наступает за четыре дня до:

- даты объявления дивиденда;
- даты выплаты дивидендов;
- даты регистрации;
- дня начала продажи акций без дивидендов.

24. Дивиденды могут выплачиваться.

- только деньгами;
- только деньгами или дополнительно эмитированными ценными бумагами;

25. Коэффициент покрытия дивидендов измеряет:

- а) уровень фактически выплаченных дивидендов на обыкновенные акции;
- б) установленный уровень дивидендов на привилегированные акции;
- в) максимально возможный уровень дивидендов на обыкновенные акции.

### **Литература**

1. Воронина, М. В. Финансовый менеджмент : учебник для бакалавров / М. В. Воронина. - 2-е изд., стер. - Москва : Издательско-торговая корпорация «Дашков и К<sup>о</sup>», 2020. - 384 с.- ISBN 978-5-394-03552-4.

2. Когденко, В.Г. Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент / В.Г. Когденко. - М.: Юнити-Дана, 2018. - 549 с.

3. ЭБС «Znanium»: Финансовый менеджмент : учебник / Е.В. Лисицына, Т.В. Ващенко, М.В. Забродина ; под ред. К.В. Екимовой. - М. : ИНФРА-М, 2018. - 184 с. - (Высшее образование: Бакалавриат). Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/952263>

4. ЭБ «Труды ученых СтГАУ»: Финансовый менеджмент [электронный полный текст] : учебник / Л. А. Латышева, Ю. М. Складорова, И. Ю. Складоров, С. В. Фролко, А. Я. Глушко, Л. В. Кулешова, Т. В. Скребцова, С. Ю. Шамрина, Н. В. Собченко, П. В. Нестеренко, Т. Н. Башкатова, Т. Н. Урядова, Е. И. Капустина ; под общ. ред. Л. А. Латышевой ; СтГАУ. - Москва - Ставрополь : Миракль, 2016. - 2,27 МБ.

5. Финансовый менеджмент: учебник / Кириченко Т.Т. - М.: Дашков и К, 2018. - 484 с.: ISBN 978-5-394-01996-8 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/415005>



## **Тема 9: ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И ПРОГНОЗИРОВАНИЕ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ**

*Целью* является рассмотрение сущности и содержания финансового планирования; методологии финансового планирования в условиях экономической безопасности; провести анализ финансовых прогнозов, программ, концепций, планов и бюджетов в условиях экономической безопасности; определение задач идентификации и прогнозирования рисков в предпринимательской деятельности.

### **План**

1. Сущность и содержание финансового планирования
2. Методология финансового планирования в условиях экономической безопасности
3. Финансовые прогнозы, программы, концепции, планы и бюджеты в условиях экономической безопасности
4. Задачи идентификации и прогнозирования рисков в предпринимательской деятельности

### **1. Сущность и содержание финансового планирования**

**Финансовое планирование** означает, прежде всего, сознательную организацию финансового развития на основе гармоничной и по возможности оптимальной структуры целей и соответствующих им средств достижения.

В то же время финансовое планирование - процесс разработки людьми конкретного плана финансовых мероприятий, т.е. обычный вид деятельности человека. Для того чтобы эта деятельность была успешной, необходимы методология и методика разработки финансового плана.

Планирование финансов, как и любой другой вид деятельности, имеет свою цель и свои задачи.

Целью **планирования финансов** является определение возможных объемов поступления денежных средств и их расходование в плановый период.

К задачам планирования финансов относятся:

1) обеспечение хозяйственного процесса необходимыми денежными средствами;

2) установление финансовых отношений с бюджетом, банком, страховыми организациями и другими хозяйствующими субъектами. Эти финансовые отношения количественно измеряются величиной поступивших денег (кредит) и величиной отданных денег (налоги, процент за кредит, страховые взносы);

3) выявление путей наиболее рационального вложения капитала, в том числе в совместное предпринимательство, в ценные бумаги и т.д.;

4) увеличение прибыли за счет экономного использования денежных средств;

5) осуществление контроля за образованием и использованием денежных фондов.

Важным моментом финансового планирования является определение стратегии планирования.

**Стратегия финансового планирования** означает общее направление разработки финансового плана, источников поступления денег, источников прибыли.

Хозяйствующий субъект представляет собой систему, состоящую из различных производств, цехов, складов, служб, отделов (финансового, бухгалтерия и др.), лабораторий, магазинов и других подразделений. Роль каждого из этих подразделений в получении прибыли различна.

Например, хозяйствующий субъект не может существовать без бухгалтерии, но нельзя же требовать от бухгалтерии, чтобы она приносила прибыль. Точно так же нельзя требовать прибыли от ремонтной службы, лаборатории качества и т.п.

Важным содержанием финансового планирования в хозяйствующем субъекте является определение его центров дохода (прибыли) и центров расхода.

**Центр дохода хозяйствующего субъекта** - его подразделение, которое приносит ему прибыль. Центр доходов имеет и другое название - профит (фр. profit - выгода, прибыль).

**Центр расхода** - подразделение хозяйствующего субъекта, которое является убыточным или вообще некоммерческим, но играющим важную роль в деятельности хозяйствующего субъекта. Например, многие западные фирмы при вложении капитала придерживаются принципа «двадцать на восемьдесят».

Принцип «двадцать на восемьдесят» означает, что 20% вложенного в предпринимательство капитала должны давать 80% прибыли. Следовательно, остальные 80% капитала приносят только 20% прибыли.

**Сущность планирования при рыночной экономике** заключается в том, что хозяйственный процесс осуществляется на основе бизнес-плана, разрабатываемого непосредственно экономической службой хозяйствующего субъекта под руководством руководителя этой службы и направленного на достижение общей цели предпринимательства и поддержание его экономической безопасности.

Исходя из этого можно считать, что сущность финансового планирования при рыночной экономике заключается в том, что в основу финансовой деятельности хозяйствующего субъекта положен финансовый план, разрабатываемый финансовой службой под руководством финансового директора и направленный на достижение общей цели - получение прибыли.

Финансовое планирование содержит следующие элементы: цели, программы, нормативы и нормы, правила, процедуры.

**Цели финансового планирования** - прежде всего цели, поставленные финансовым директором перед работниками финансовой службы и определяющие направления их деятельности в области разработки и

реализации финансовой политики хозяйствующего субъекта. Однако финансовое состояние хозяйствующего субъекта зависит от всей хозяйственной деятельности в целом. Поэтому цели финансового планирования должны ставиться руководителем хозяйствующего субъекта перед всем трудовым коллективом по определению участия каждого работника в финансовых результатах хозяйственной деятельности.

Можно выделить четыре вида целей финансового планирования: новаторские, решение проблемы, обычные рабочие обязанности, самосовершенствование.

**Новаторские цели** - творческие перспективные цели. К ним могут относиться повышение конкурентоспособности хозяйствующего субъекта на финансовом рынке, захват им определенной части (сегмента) финансового рынка, развитие сферы вложения капитала в предпринимательство, в ценные бумаги и др.

В связи с тем что, планирование и управление финансами осуществляются конкретными людьми, то к новаторским целям финансового планирования следует отнести также совершенствование организации финансовой службы и повышение профессионального уровня финансового менеджера и экономиста по финансам.

**Решение проблемы** - цели, достижение которых означает решение конкретной проблемы. Другими словами, имеется четко выраженная финансовая проблема, и руководитель хозяйствующего субъекта ставит перед трудовым коллективом цель, достижение которой означает полное решение данной проблемы. Для решения отдельных финансовых проблем указанные цели могут ставиться финансовым директором или финансовым менеджером перед работниками финансовой службы.

Например, проанализировав итоги выполнения финансового плана за I квартал, руководитель хозяйствующего субъекта выявил, что план прибыли не выполнен на 50 тыс. руб. Расчеты, произведенные финансовым менеджером, показали, что для получения указанной суммы прибыли сверх плана во II

квартале необходимо получить объем выручки от реализации продукции сверх ее плановой величины II квартала не менее 700 тыс. руб. и снизить сумму затрат во II квартале не менее чем на 20 тыс. руб. Указанную сумму прибыли можно получить также за счет прибыли от реализации ненужного имущества, за счет доходов по внереализационным операциям. Поэтому руководитель ставит две цели:

1) перед коммерческой службой - увеличить выпуск продукции и добиться сверхплановой выручки;

2) перед финансовой службой - снизить затраты и получить прибыль за счет прочей реализации и доходов по внереализационным операциям.

**Обычные рабочие обязанности** - цели, которые необходимо формулировать для того, чтобы определить, по каким результатам финансовый директор (менеджер) сможет оценить свою работу и работу финансовой службы. Для этой цели важное значение имеет письменное формулирование параметров и количественных показателей, в сравнении с которыми можно постоянно оценивать результаты финансовой деятельности и деятельности работника.

**Самосовершенствование** означает личные творческие цели конкретного специалиста (финансового менеджера, экономиста), для достижения которых разрабатываются планы повышения квалификации работников.

**Программы** представляют собой часть плана, определяющая согласованный по срокам, результатам и ресурсному обеспечению комплекс действий исполнителей для достижения поставленных целей. Программы бывают целевые комплексные и рабочие, т.е. частные.

**Целевые комплексные программы** есть результат применения программно-целевого метода планирования, который предполагает наличие цели и программы по ее реализации. В этой программе предусмотрено: что, когда, кто и за счет каких ресурсов должен делать.

**Рабочая программа** - небольшая программа, разработанная в хозяйствующем субъекте для реализации определенной частной цели.

Целевые комплексные и рабочие программы имеют разные масштабы действия, но программные элементы у них общие, т.е. в программе должны быть четко указано: что, когда, где и какими ресурсами должен делать.

В финансовом планировании активно используются нормы и нормативы. **Норма** - установленная мера, т.е. какая-то средняя величина.

**Норматив** - технический, экономический или другой расчетный показатель нормы для выполнения определенного задания. Норматив представляет собой расчетную величину затрат финансовых (денежных), материальных, трудовых и информационных ресурсов, а также затрат времени, используемых в финансовом планировании. Именно нормативы являются основой расчета всех самостоятельно планируемых экономических и финансовых показателей. Нормативы и нормы бывают федеральные, региональные (т.е. субъектов Российской Федерации), местные, отраслевые, отдельного хозяйствующего субъекта и реализуются путем применения нормативного метода планирования.

**Правила** в финансовом планировании определяют направления и общие границы действий аппарата управления финансами (финансовой дирекции или группы финансовых менеджеров). Правила играют важную роль, так как руководителям нижнего и среднего уровня управления следует решать свои вопросы управления финансами, не обращаясь каждый раз к руководителю высшего звена за указаниями.

Сущность любого правила заключается в том, что оно отражает управленческое решение относительно того, следует или не следует производить такие-то действия.

Правила могут быть общими и частными. Общие правила разрабатываются для всех хозяйствующих субъектов; например, порядок и формы расчетов, кредитования, порядок уплаты налогов, кассовые правила и др. Частные правила действуют только в масштабах отдельного

хозяйствующего субъекта; например, порядок нормирования оборотных средств, правила ведения оперативного учета использования денежных средств и др.

**Процедуры** представляют собой строго установленный порядок и последовательность действий в конкретных, часто повторяющихся ситуациях, например процедура бухгалтерского учета, получения денег со счетов в банке и др. Задача процедур в финансовом планировании заключается в том, чтобы свести эти рутинные, постоянно повторяющиеся действия до автоматизма, т.е. стандартизировать их в форме правил и процедур, чтобы они не отнимали у финансового директора или менеджера много времени и умственной энергии и тем самым освобождали время и мысли для тех нестандартных решений, которые требуют творчества и инициативы. Достоинство применения процедур в финансовом планировании состоит в том, что все рутинные, постоянно повторяющиеся действия создают материальную основу для передачи этих операций на компьютеры и для создания автоматизированной системы управления финансами.

Существуют четыре правила управления: знает, может, хочет, успевает. Часто финансовый директор или менеджер знает, но не может; может, но не хочет; хочет, но не успевает. Задача финансового планирования как раз и заключается в том, чтобы создать материальные и временные условия для работы финансового директора (менеджера), т.е. если он хочет, знает и может, то он должен успеть.

## **2. Методология финансового планирования в условиях экономической безопасности**

**Методология** - научная (теоретическая и практическая) система положений и методов изучения какого-либо явления или вида человеческой деятельности. Как система научного познания методология определяет общие

направления, принципы и способы действия для решения поставленной задачи.

Методология финансового планирования в условиях экономической безопасности направлена на разработку финансового плана, т.е. конкретного документа в форме таблиц с цифрами. Она включает в себя четыре блока действий:

- 1) познание действия экономических законов развития финансов;
- 2) изучение тенденций развития и состояния объекта планирования (конкретного финансового показателя);
- 3) организация финансового планирования на определенных принципах;
- 4) организация финансовой деятельности в хозяйствующем субъекте с учетом его экономической безопасности.

Финансы развиваются по объективным законам экономики. Экономические законы представляют собой существенные, устойчивые, причинно-следственные, повторяющиеся взаимосвязи в экономике. Действие экономических законов представляется в виде господствующих тенденций развития экономических процессов. Они определяют основную линию развития этих процессов, не охватывая множество случайностей и отклонений.

Действие экономических законов должно быть положено в основу финансовой политики государства. На основе этих законов должен строиться механизм управления финансами и финансовыми отношениями между экономическими субъектами.

**К основным экономическим законам**, по которым развиваются финансы, относятся:

- закон получения прибыли (закон выгоды);
- закон стоимости;
- закон денежного обращения;
- закон накопления капитала;
- закон экономии времени.



В экономике прибыль выполняет две функции: во-первых, она является источником расширенного воспроизводства; во-вторых, она выступает показателем эффективности производственно-торгового процесса, обеспечивая его экономическую безопасность.

**Закон получения прибыли** - закон выгоды каждого субъекта, любого хозяйственного процесса. Все экономические отношения (в том числе мировые) базируются на стремлении получить прибыль. Целью (ближайшей или на перспективу) осуществления любого вида вложения капитала, любой спекулятивной сделки, любой игры с деньгами всегда является получение выигрыша, т.е. прибыли. Прибыль - один из источников финансовых ресурсов.

Получение прибыли является целевой функцией любого вида предпринимательской деятельности. Прибыль (выгода) покупателя проявляется в том случае, когда он покупает товар по самой низкой цене при наилучшем соотношении качества и цены. Такое положение способствует развитию наиболее совершенных производств и хозяйствующих субъектов.

Производители и продавцы товаров могут удержаться на рынке только тогда, когда в условиях конкуренции им удастся реализовать хотя бы минимальную прибыль, чтобы обеспечить свое выживание, т.е. рассчитаться по своим обязательствам и долгам и закупить средства для дальнейшего производства товаров или торговли.

Известны две основные возможности увеличения прибыли: рост объема выпуска и реализации товаров (выручка) и уменьшение затрат (снижение себестоимости производства и издержек обращения).

Прибыль любых вкладчиков капитала проявляется в том, что они получают доходы (дивиденды от своих акций, проценты по облигациям, депозитам и др.), которые могут употребить на свои нужды или реинвестировать их в экономику завтрашнего дня.

Прибыль нужна не только предпринимателю, но и государству. Она является важным фактором развития государства и социального развития

общества. Прибыль, получаемая предпринимателем, делится на две части: одна часть в форме налога направляется на инвестирование общественных нужд (общегосударственных нужд и социальных нужд общества), другая - остается в распоряжении предпринимателя. Эта часть прибыли является для предпринимателя:

- 1) доказательством эффективности его деятельности;
- 2) средством гарантии его существования и конкурентоспособности;
- 3) источником финансовых ресурсов для инвестирования (для расширения производственно-торговой деятельности) и для потребления.

Функционирование финансовых отношений во многом определяется действием закона стоимости.

**Закон стоимости** - один из важных законов товарного производства. Основным звеном в действии закона стоимости является формирование общественно необходимых затрат труда. Закон стоимости предполагает, что общественный труд, затрачиваемый на производство товаров, проявляется как стоимость. Согласно этому закону производство и обмен товаров осуществляются на основе стоимости, величина которой измеряется общественно необходимыми затратами труда.

Закон стоимости выполняет следующие функции:

- 1) учет общественного труда через формирование общественно необходимых затрат труда;
- 2) распределение труда между различными сферами производства;
- 3) стимулирование производителей;
- 4) дифференциацию производителей.

В первом приближении стоимость проявляется через цены. Отсюда, согласно трудовой теории стоимости К. Маркса, «цена есть денежное выражение стоимости». Это очень простое и легко запоминающееся определение цены совсем не соответствует действительной сущности цены. Стоимость - только затраты труда.

Стоимость - соглашение, цена - политика.

В основе цены лежат три основных фактора: затраты на производство и реализацию товара (себестоимость производства и издержки обращения); полезность товара для покупателя (потребителя); социальная значимость товара.

Полезность товара определяется прежде всего спросом потребителей на данный товар. Поэтому цена товара есть денежное выражение полезности товара для покупателя. Он всегда готов заплатить за лучший товар более высокую цену. Более полезный и более качественный товар должен иметь и более высокую цену - цену, соответствующую желаниям покупателя.

В то же время если товар не пользуется спросом на рынке, то производитель (продавец) начинает снижать на него цену. Он может продать этот товар за любую цену. Иначе понесет убытки, так как деньги в запасах непроданных товаров - потерянные финансовые ресурсы.

Цена является одним из рычагов финансового механизма. Поэтому закон стоимости через свои функции влияет на цену и через нее оказывает свое действие на функционирование финансового механизма.

Эффективное функционирование финансового механизма может быть достигнуто только в том случае, если его действия в полной мере учитывают все функции закона стоимости.

**Закон стоимости** реализуется также через механизм конкуренции.

**Конкуренция** - состязательность хозяйствующих субъектов, когда их самостоятельные действия эффективно ограничивают возможности каждого из них воздействовать на общие условия обращения товаров на данном рынке и стимулируют производство тех товаров, которые требуются потребителю.

Хозяйствующие субъекты, не выдержавшие конкуренции, могут оказаться финансово неустойчивыми и неплатежеспособными, в результате чего они могут быть в судебном порядке объявлены банкротами.

Таким образом, закон стоимости действует после того, как процесс производства завершен и товар поступил на рынок. И только тогда становится ясно: нужен ли этот товар потребителям (обществу) или нет.

Функционирование финансов во многом определяется действием закона денежного обращения, так как финансы - это денежные отношения.

**Закон денежного обращения** определяет количество денег, необходимых в каждый данный момент для обеспечения товарного обращения. Он выражает связь между денежной массой, суммой цен на товары и услуги, кредитом, взаимно погашаемыми платежами, скоростью обращения денег.

Функционирование финансов во многом определяется также действием **закона накопления капитала**. Капитал находится в постоянном движении, поэтому он представляет собой самовозрастающую стоимость. Движущим мотивом самовозрастания этой стоимости является стремление к максимизации прибыли в условиях конкуренции. Поэтому величина прироста стоимости, вызванного вложением капитала, должна постоянно превращаться в дополнительный капитал.

Крупный капитал получает экономию за счет возрастающих масштабов производственно-торгового процесса. Таким образом, процесс накопления капитала связан не с собиранием сокровищ, а с превращением прироста стоимости в дополнительный капитал, т.е. с увеличением функционирующего капитала. Увеличение функционирующего капитала означает увеличение возможности маневрирования производственными ресурсами и рост доли данного капитала во все возрастающей величине совокупного общественного капитала.

Капитал является основной частью финансовых ресурсов хозяйствующего субъекта. Поэтому накопление капитала ведет к увеличению объема финансовых ресурсов хозяйствующего субъекта, а следовательно, к воспроизводству капитала в расширенном масштабе. Это позволяет хозяйствующему субъекту обеспечить высокую финансовую конкурентоспособность. Таким образом, нормальное действие закона накопления капитала обеспечивает финансовую устойчивость

хозяйствующего субъекта и создает условия для нормального функционирования финансов в государстве.

Эффективность функционирования финансов во многом определяется действием **закона экономии времени**. Согласно этому закону время, затрачиваемое обществом на создание единицы жизненных благ, по мере развития производительных сил сокращается. Всякая экономия в конечном счете сводится к экономии времени. Поэтому сокращение продолжительности производственно-торгового процесса ведет к ускорению оборота как основного, так и оборотного капитала.

Сокращение времени производства товара означает увеличение выпуска продукции при той же стоимости основных фондов. Следовательно, ускорение оборачиваемости основного капитала ведет к росту фондоотдачи основных фондов и к снижению фондоемкости одного рубля выручки от реализации продукции, что способствует экономии по капитальным вложениям и повышает финансовую устойчивость хозяйствующего субъекта.

Ускорение оборачиваемости оборотных средств позволяет уменьшить их величину, что оказывает прямое влияние на рост рентабельности и на укрепление финансового состояния хозяйствующего субъекта.

Изучение тенденции развития и состояния объекта планирования производится диалектическим методом исследования, который требует системного, комплексного подхода к исследованию финансовых явлений, учета связей и зависимостей, существующих между этими явлениями. Такой подход позволяет выявить и изучить причины (факторы), вызвавшие изменение финансовых показателей, установить пути и возможности укрепления финансовых отношений, финансового состояния хозяйствующего субъекта. Изучение должно производиться с учетом реальных условий, в которых функционирует данный хозяйствующий субъект.

**Основными приемами исследования являются:**

- 1) научные абстракции;
- 2) анализ и синтез;

- 3) качественный и количественный анализ;
- 4) экономико-математическое моделирование.

**Научные абстракции** представляют собой выработанные людьми в своем мышлении обобщенные понятия, отвлеченные от непосредственной конкретности изучаемого явления, но отражающие его главное содержание.

Исходным пунктом для научной абстракции является объективная реальность. Сам процесс абстрагирования выступает как последовательное отвлечение от несущественного с тем, чтобы выявить в нем основу его реальности, всех его связей.

**Научная абстракция** применяется как на уровне качественного теоретического анализа процессов, происходящих в сфере финансовых отношений, так и на уровне количественного исследования этих процессов, для выявления количественных взаимосвязей и зависимостей между финансовыми показателями.

Роль научной абстракции в исследовании финансов весьма велика, так как при анализе финансовых отношений нельзя применять технические средства в отличие от естественных наук.

С помощью приема научной абстракции можно полнее раскрыть сущность финансовых явлений и глубже понять их особенности.

Прием научной абстракции воспроизводит какой-либо конкретный процесс финансовых отношений в абстрактном виде. При этом сами научные абстракции принимают форму экономических категорий.

Экономическая категория - теоретическое выражение, обобщенное логическое понятие, отражающее существенное в реальных экономических процессах.

Методология финансового планирования включает в себя организацию планирования финансов на определенных принципах. Принцип - это основное правило деятельности.

**К принципам финансового планирования** относятся: научность; комплексность; оптимальность.

**Принцип научности планирования финансов** означает, что расчет плановых показателей должен базироваться на анализе отчетных данных, на определении перспектив развития тех или иных финансовых показателей. Научность планирования означает использование научно обоснованных методов расчета показателей норм и нормативов.

**Принцип комплексности планирования финансов** предполагает, что показатели финансового плана должны быть увязаны между собой. Финансовый план - единое целое, поэтому изменение одного финансового показателя влечет за собой изменение других показателей и всей системы в целом.

**Принцип оптимальности планирования финансов** требует наиболее рационального использования капитала и всех финансовых ресурсов. Этот принцип предполагает выбор одного наиболее оптимального планового решения из возможных вариантов плана.

Финансовая деятельность хозяйствующего субъекта - организация работы по платежам и кредитам, по сбору нужных денежных средств (финансированию), по выбору эффективных направлений вложения капитала.

На крупных хозяйствующих субъектах финансовая деятельность сосредоточена в специальных подразделениях, которые объединяются в финансовую дирекцию во главе с финансовым директором или главным финансовым менеджером.

Финансовая дирекция состоит из различных подразделений, например финансового отдела, планово-экономического отдела, бухгалтерии, фондового отдела, лаборатории (бюро, сектора).

Дирекция и каждое ее подразделение функционируют на основе Положения о финансовой дирекции или подразделении. Положение о финансовой дирекции включает общие моменты организации дирекции, задачи дирекции, ее структуру, функции дирекции, взаимоотношения с другими подразделениями (дирекциями) и службами хозяйствующего субъекта, права и ответственность дирекции.

Финансовая дирекция и ее подразделения выполняют следующие **основные функции:**

- обеспечивают финансовую деятельность (использование финансовых ресурсов, получение прибыли и т.п.) хозяйствующего субъекта и его подразделений;

- разрабатывают финансовую программу развития хозяйствующего субъекта и его подразделений с учетом его экономической безопасности;

- определяют инвестиционную политику, направленную как на развитие своего производственно-торгового процесса путем прямого вложения капитала и выпуска собственных ценных бумаг (акций, облигаций), так и на вложения в уставный капитал других хозяйствующих субъектов, приобретения ценных бумаг (в основном акций) других эмитентов с целью извлечения доходов и получения прав на управление этими хозяйствующими субъектами;

- разрабатывают кредитную политику, направленную на выпуск векселей, предоставление коммерческих, финансовых кредитов и выдачу займов другим хозяйствующим субъектам;

- устанавливают сметы расходов финансовых средств для всех подразделений хозяйствующего субъекта;

- обеспечивают валютную политику хозяйствующего субъекта (получение и расход валюты, валютные расчеты и кредиты, страхование от валютных рисков и т.п.);

- разрабатывают планы финансовых мероприятий, финансовые планы хозяйствующего субъекта и его подразделений;

- участвуют в разработке бизнес-плана хозяйствующего субъекта;

- ведут финансовые расчеты с поставщиками, покупателями, подрядчиками, банком, налоговой службой;

- осуществляют страхование от финансовых рисков, залоговые, трастовые, лизинговые и другие финансовые операции;



- устанавливают показатели коммерческого расчета и внутрихозяйственного подряда, контролируют их реализацию;
- анализируют финансово-коммерческую деятельность и валютную самокупаемость хозяйствующего субъекта и его подразделений;
- ведут бухгалтерский и статистический в области финансов учет, составляют баланс хозяйствующего субъекта.

В управлении финансовой деятельностью главное действующее лицо - финансовый менеджер. **Финансовый менеджер** - профессиональный специалист, который осуществляет квалифицированное руководство финансовой деятельностью хозяйствующего субъекта. На крупных предприятиях, акционерных обществах обычно формируется группа финансовых менеджеров, за каждым из которых закрепляются определенные обязанности, определенное направление работы. Во главе группы стоит ведущий финансовый менеджер (лидменеджер). Если таких групп несколько, то их возглавляет главный финансовый менеджер. На небольшом предприятии, в товариществе может работать, по соображениям экономической целесообразности, только один финансовый менеджер. Производственная деятельность финансового менеджера регламентируется его должностной инструкцией. Должностная инструкция устанавливает общие требования к работнику, его обязанности, права и ответственность.

### **3. Финансовые прогнозы, программы, концепции, планы и бюджеты в условиях экономической безопасности**

**Финансовый план** - оперативный рабочий документ, который можно рассматривать как инструмент управления финансами. Финансовый план представляет собой результат сделанного прогноза, принятой концепции или разработанной программы.

Различия между прогнозом, концепцией, программой и планом имеют прежде всего временной аспект и связаны со сроками действия

разрабатываемых документов. Прогнозы составляются на долгосрочную перспективу (более 5 лет), концепции и программы - на среднесрочный период (от 1 года до 5 лет), планы - на краткосрочный период (1 год и менее). Различия во временном аспекте прогнозов, концепций, программ и планов вызывают резкие различия и в их содержании.

**Прогноз** - заключение о предстоящем развитии события, т.е. результат попытки составить предвидение о будущем. Прогнозирование означает разработку на длительную перспективу изменений финансового состояния объекта в целом и его различных частей. В отличие от планирования прогнозирование не ставит задачу непосредственно осуществить на практике разработанные прогнозы. Эти прогнозы представляют собой только предвидение соответствующих изменений. Другой особенностью прогнозирования являются альтернативность в построении финансовых показателей и параметров, которая определяет вариантность развития финансового состояния объекта управления на основе наметившихся тенденции. В прогнозировании финансов главное - познание объективных тенденции финансового развития.

Прогнозирование может осуществляться на основе как экстраполяции прошлого в будущее с учетом экспертной оценки тенденции изменения, так и прямого предвидения этих изменений. Изменения часто возникают неожиданно, как результат действия случайных или экстремальных факторов. Поэтому управление финансами на основе предвидения этих изменений требует выработки у финансового работника (менеджера, экономиста) определенного чутья рыночного механизма и интуиции, а также применения гибких экстренных решений.

**Программа** - директивный, адресный, плановый документ. Он предусматривает комплекс мероприятий, увязанных по ресурсам, исполнителям и срокам выполнения планируемых работ, относящихся к разным сферам деятельности (научной, производственной, строительной и др.). Программа направлена прежде всего на установку календарного

распорядка работ. Современные методы формирования программ позволяют не только расписывать задания плана, но и правильно формулировать сами задания, оптимизировать сроки их выполнения и др.

Программы позволяют обеспечить комплексность и системный подход к решению задач, имеющих важное значение для народнохозяйственного комплекса нашей страны. Программы носят целевой характер. По цели и назначению целевые программы бывают научно-технические, экономические, социальные. По иерархическому признаку целевые программы делятся на федеральные и региональные.

Экономические (в том числе финансовые) программы состоят из ряда документов, имеющих разное назначение, но тесно взаимосвязанных и позволяющих четко спланировать деятельность всех исполнителей работ. Они позволяют установить планы, последовательность, сроки и стоимость выполнения работ, а также организовать работу по координации и контролю выполнения планов, т.е. управлять процессом достижения поставленных целей.

Документы программы содержат исходные данные для формирования различных видов плана. В этом их как бы предплановое назначение, обеспечивающее в практической деятельности переход от прогнозов к планам. Документы программы также позволяют осуществлять корректировку, обеспечивающую достижение конечной цели; организовать контроль за выполнением планов; оценить степень выполнения плана и расходы относительно конечной цели.

Прообразом программы является **сетевой график**, который составляется для выполнения программы. Он отражает все работы, необходимые для конечной цели. Другими словами, сетевой график - модель достижения поставленной цели. Причем эта модель является динамичной, приспособленной для анализа вариантов достижения цели, оптимизации плановых заданий, внесения изменений и т.п.

**Концепция** представляет собой документ, определяющий единый замысел какого-либо явления. Например, Стратегия инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года (далее – Стратегия) разработана на основе положений Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года (далее – Концепция) в соответствии с Федеральным законом «О науке и государственной научно-технической политике», включает в себя анализ состояния инновационной деятельности, направления инновационной политики, методы и условия (институциональные и законодательно-правовые) реализации инновационной политики.

**План** представляет собой намеченную на определенный период работу с указанием ее целей, содержания, объема, методов, последовательности и сроков выполнения.

План - перечень заданий, показателей и цифр. Он отвечает на вопросы: что и кем должно быть сделано к тому или иному сроку. В планировании главное - принятие решений и определение конкретных путей для достижения поставленных задач в перспективе. Поэтому планирование в отличие от прогнозирования всегда носит конкретный, адресный характер.

**Финансовое планирование** хозяйствующего субъекта выражается в составлении различных бюджетов, т.е. смет доходов и расходов.

**Бюджет** представляет собой детальный план или смету, которая в цифровом выражении отражает планируемые объемы продаж, расходов, прибыли и т.п. Бюджет является инструментом финансового планирования (прогнозирования) и контроля. В состав финансового плана входят: прогноз прибылей и убытков; прогноз движения (потока) наличных средств; прогноз баланса активов и пассивов; бюджет фонда оплаты труда; бюджет материальных затрат; бюджет потребления энергии; бюджет амортизации; бюджет прочих расходов; бюджет погашения кредитов; налоговый бюджет.

#### 4. Задачи идентификации и прогнозирования рисков в предпринимательской деятельности

**Система управления рисками в неопределенной хозяйственной ситуации** предполагает разработку стратегии риск-менеджмента в целях экономической безопасности. К ее основным задачам относятся:

- прогнозирование риска;
- разработка приемов по его снижению и обеспечению экономической безопасности;
- организация мероприятий по выполнению намеченной программы, включающей определение отдельных видов мероприятий, объемов и источников финансирования работ;
- установление конкретных исполнителей и сроки выполнения.

Важным этапом организации риск-менеджмента является контроль за выполнением программы, анализ и оценка результатов выбранного варианта решения относительно рискового события.

Стратегия риск-менеджмента базируется на следующих правилах:

- максимум выигрыша;
- оптимальной вероятности результата;
- оптимальной колеблемости результата;
- оптимальное сочетание выигрыша и величины риска.

*Правило максимума выигрыша* предполагает выбор варианта рисковых вложений капитала, дающий наибольшую эффективность результата при минимальном или приемлемом для инвестора риске из имеющихся в наличии.

*Достижение оптимальной вероятности результата* – это выбор из вариантов решений одного, при котором вероятность результата является приемлемой для инвестора. На практике применение этого правила обычно сочетается с использованием правила оптимальной колеблемости результата, т.е. выбирается решение, при котором вероятность наступления выигрыша и

проигрыша для одного и того же рискованного вложения капитала имеют наименьший разрыв.

*Стремление оптимального сочетания размера выигрыша и величины риска* заключается в том, что менеджером оцениваются ожидаемые величины выигрыша и риска и принимается решение вложить капитал в мероприятие, позволяющее получить ожидаемый выигрыш и одновременно избежать большего риска.

Процесс управления риском является сложной и многоуровневой процедурой, которая условно разделяется на ряд этапов, выделяемых в соответствии с особенностями последовательности действий по управлению риском. Разделение этапов является условным, потому что на практике часто они реализуются одновременно, а не последовательно друг за другом.

Рассмотрим основные этапы при разработке стратегии риск-менеджмента, а именно: прогнозирование риска, приемы управления рисками или средства разрешения рисков и методы финансирования их.

### **Прогнозирование риска (идентификация и анализ рисков)**

Идентификация и анализ рисков являются ключевым элементом процесса риск-менеджмента. От правильной организации процедуры прогнозирования рисков в значительной степени зависит, насколько эффективными будут дальнейшие решения, и удастся ли фирме в достаточной мере защититься от угрожающих ей рискованных событий. Поэтому исследования особенностей данной области риск-менеджмента и их учет в практической деятельности являются важным этапом для понимания всей системы управления риском.

**Прогнозирование рисков** предполагает проведение:

- сбора и обработки данных;
- качественного анализа;
- количественного анализа (количественная оценка уровня риска).

*Этап по сбору и обработке данных* направлен на исследование вероятности наступления рискованного события исходя из анализа надежности,

платежеспособности и финансовой устойчивости партнеров, клиентов; политической и экономической ситуации в стране партнера или клиента; об условиях страхования и прочей информации.

Особо нужно отметить при решении данного вопроса полноту, качество, достоверность и своевременность информации. Именно информативность по этим признакам очень важна с точки зрения принятия окончательного решения по поводу реализации того или иного проекта, связанного с риском. Если информация соответствует необходимым требованиям, то такую информацию можно уже рассматривать как меру по снижению риска.

*Качественный анализ* является логическим продолжением этапа сбора и обработки данных. Он предполагает: выявление источников и причины риска; установление потенциальных зон и всех возможных видов рисков; выявление практических выгод и негативных последствий. На данном этапе проводится подробная классификация выявленных рисков, основные критерии которых были рассмотрены в предыдущей теме. В результате у менеджера по рискам должно возникнуть понимание круга проблем, с которыми придется столкнуться в процессе управления.

*Количественный анализ* предполагает численное определение отдельных рисков и проекта в целом. На этом этапе определяется численное значение вероятности наступления рисков событий и их последствий, осуществляется количественная оценка степени (уровня) риска и устанавливается допустимый в данной ситуации уровень.

В процессе качественного анализа может быть выделена обширная группа рисков, с которыми придется столкнуться предпринимателю от землетрясений, рэкета до колебаний валютного курса и пр. Вероятность свершения каждого из рисков различна, различен будет и ущерб (убытки). Их количественная оценка позволит выделить риски наиболее вероятные по возникновению и весомые по величине потерь, которые станут объектом дальнейшего анализа для принятия решения о целесообразности реализации проекта.

Одним из способов проведения количественного анализа является статистический метод, основанный на изучении статистики потерь и прибылей, имевших место на данном или аналогичном производстве, устанавливается величина и частотность получения того или иного экономического результата и составляется наиболее вероятный прогноз на будущее.

К числу наиболее часто встречающихся **методов трансформации рисков** (разрешения рисков) (Risk control) относятся следующие:

- отказ от риска (Risk avoidance);
- снижение частоты ущерба или предотвращение убытка (Loss prevention);
- уменьшение размера убытков (Loss reduction);
- разделение риска (Segregation of exposures);
- аутсорсинг риска (Risk outsourcing);
- принятие риска.

**Метод избежания или отказа от риска** является наиболее простым и радикальным направлением в системе риск-менеджмента.

В практике работы компаний существуют крупные риски, уменьшить которые бывает невозможно, – это риск банкротства, риск возникновения обвинения в причинении ущерба, риск преждевременной смерти сотрудников и т. п. Даже если такие риски могут быть частично уменьшены, это практически не снижает опасности последствий в случае их реализации. Поэтому наилучшим методом работы с ними может быть попытка избежать всех возможностей их возникновения, т. е. уклонение от опасностей за счет создания производственно-хозяйственных условий, при которых шанс возникновения убытков будет заранее ликвидирован.

В некоторых случаях предприниматели целенаправленно идут на уклонение от риска, что, как правило, означает отказ от возможного получения прибыли. Поэтому при необоснованном отказе от мероприятия или проекта, связанного с риском, могут возникнуть потери от



недоиспользованных возможностей. Причем следует учитывать и тот факт, что избежание одного вида риска может привести к возникновению других. Например, отказ от риска, связанного с авиаперевозкой грузов, ставит перед предпринимателем проблему осуществления перевозок другим видом транспорта; отказ от производства определенного вида продукции или сферы бизнеса порождает риск производства другого вида продукции или работы в другой сфере бизнеса пр.

Наиболее оптимальным вариантом в управлении рисками является **метод снижения частоты ущерба или предотвращения убытка** посредством реализации следующих мероприятий:

- приобретения дополнительной информации, которая позволит сделать более точный прогноз на будущее и, следовательно, снизить риск;
- лимитирования, т. е. установление предельных сумм расходов, продаж, кредита, например, лимитирование применяется банками при выдаче ссуд, а хозяйствующими субъектами для продажи товаров в кредит, определения сумм вложения капитала;
- самострахования, посредством создания резервов на покрытие потерь.

К данному методу также можно отнести меры по использованию охраны (телохранителей), подготовку водителей с учетом требований безопасности, стандартизация продуктов и услуг, проведение учений и пр.

Таким образом, суть метода снижения частоты ущерба или предотвращения убытка состоит в реализации предупредительных (превентивных) мероприятий, направленных на уменьшение вероятности наступления неблагоприятного события.

**Метод уменьшения размера убытков** является взаимодополняющим к предыдущему методу и приводит к определенной трансформации уязвимости носителя риска, что позволяет уменьшить размер возможного ущерба. Применение данного метода оправдано в случаях:

- когда размер возможного ущерба большой (пожар, кражи и пр.);

– вероятность реализации риска, т. е. вероятность наступления убытков невелика (например, стоимость потерянного танкера нефтяной компанией будет значительно ниже, чем страхование всего парка, при данных обстоятельствах достаточно применить процедуру самострахования).

Сущность **метода разделения риска** заключается в создании на предприятии ситуации, при которой ни один отдельный случай реализации риска (возникновения ущерба) не приводит к серии новых убытков. Это достигается за счет изменения подверженности риску, т. е. изменению количественной характеристики носителя (носителей) риска, которому может быть нанесен ущерб.

Практическое использование этого метода управления риском на уровне фирмы возможно в одной из следующих форм:

– дифференциация (отделение) рисков предполагает пространственное разделение источников возникновения убытков или объектов, которым может быть нанесен ущерб. Например, выделение разных производственных площадок (продукция выпускается не в одном большом цехе, а в двух, меньших по размеру, расположенных отдельно друг от друга), так авария, произошедшая на одной площадке, не повлечет возникновения ущерба на другой либо это может быть установка специальных дверей и перегородок в больших помещениях с целью воспрепятствовать распространению пожара;

– дублирование и/или хранение наиболее значимых объектов, подверженных риску, например, документации или иной информации, видов деятельности фирмы, оборудования, являющегося ключевым для систем жизнеобеспечения предприятий, запасов полуфабрикатов и/или готовой продукции для продолжения операций;

– диверсификация риска (распределение) при формировании портфеля ценных бумаг с целью снижения риска утраты их стоимости рекомендуется включать в портфель от 10 до 20 видов ценных бумаг. Чем больше видов ценных бумаг в сформированном портфеле, тем ниже степень риска утраты стоимости всего портфеля.

При использовании **метода аутсорсинга риска** ответственность за снижение возможности возникновения неблагоприятных событий возлагается на основе договора на стороннюю организацию (другой субъект). В качестве примера можно назвать такие мероприятия:

– как страхование, т.е. защита имущественных интересов хозяйствующих субъектов и граждан при наступлении определенных событий (страховых случаев) за счет денежных фондов, формируемых из уплачиваемых ими страховых взносов;

– использование услуг охранной фирмы, введение внешнего кризисного управления, наличие внешнего ответственного исполнителя работ в течение установленного гарантийного срока и т. д.

Данный метод может быть использован в случае, если возможно: четко определить опасности; однозначно выделить соответствующие объекты подверженные риску; достаточно жестко контролировать факторы, влияющие на уязвимость; иметь эффективные механизмы передачи ответственности.

Как правило, для использования аутсорсинга риска относительно легко выработать пороговые значения соответствующих критериальных показателей (размер потенциального ущерба и вероятность его возникновения).

**Принятие риска** означает оставление всего или части риска за предпринимателем, т. е. на его ответственности. В этом случае предприниматель принимает решение о покрытии возможных потерь в результате свершения рискованного события за счет собственных средств (например, самострахование).

К числу наиболее часто используемых методов финансирования риска или покрытия убытка относят методы, условно разделенные на две группы в зависимости от того, какой способ управления риском выбирает предприятие:

**1-я группа – сокращение риска и покрытие убытков за счет** текущего дохода (текущих денежных потоков); резервов; использования займа; самострахования;

**2-я группа – передача риска и покрытие убытков на основе** страхования; нестрахового пула; договора передачи ответственности; поддержки государственных и/или муниципальных органов; спонсорства.

Методы финансирования риска по первой группе предполагают, что предприятие принимает на себя обязательства по разработке мероприятий, обеспечивающих снижение уровня неопределенности, а в случае свершения рискованных событий вся финансовая ответственность возлагается на само предприятие.

Достаточно часто предприятия в процессе своей деятельности сформировавшиеся убытки по мере его возникновения за счет текущего дохода, без формирования внутренних и/или внешних фондов. Использование данного метода оправдано в тех случаях, если величина потенциальных убытков и частота их наступления незначительны, тогда возмещение ущерба существенно не исказит денежные потоки. Данный метод управления рисками используется в практической деятельности достаточно часто, так как во многих ситуациях размер убытков незначителен и компания может покрыть его самостоятельно. Тем не менее при выборе метода покрытия убытков за счет текущего дохода необходимо помнить, что предполагаемые убытки могут произойти в течение короткого периода времени или в течение периода, когда хозяйствующий субъект имеет низкие доходы, что значительно усложнит финансовую ситуацию на предприятии.

В том случае если текущий ущерб покрывается за счет средств созданных для этих целей резервных фондов (внутренние источники), то такой метод называется финансированием риска посредством покрытия убытка из резервов. Если предприятие выбирает данный способ покрытия убытков, оно должно четко определить размер резервного фонда, так как слишком маленькие резервы не позволят защититься от рисков, а слишком большие – неоправданно отвлекут значительные финансовые средства от основной деятельности.

В отличие от предыдущего метода (финансирование риска посредством покрытия убытка из резервов) источником средств для возмещения ущерба за счет займа является не внутренний, а внешний источник, при этом, как и в предыдущих вариантах, ответственность за покрытие ущерба целиком и полностью лежит на самом хозяйствующем субъекте. Главными особенностями данного метода являются возможность получения кредита и условия заимствования. Поэтому большое внимание уделяется исследованию ликвидности и возвратности займа.

Методы финансирования риска по второй группе предполагают, что предприятия (фирма, компания, ФПГ) для покрытия убытка привлекают иные другие субъекты, которые в большинстве случаев обеспечивают полное или частичное финансирование свершившихся рискованных событий.

Покрытие убытка на основе страхования один из наиболее часто используемых методов управления рисками. Сущность этого метода заключается в передаче ответственности за возмещение возможного ущерба другому субъекту, специализирующемуся на таких операциях. Использование страхования означает снижение участия (а иногда даже полный отказ от участия) самой фирмы в покрытии убытков за счет перекладывания риска на страховую компанию за определенную плату (страхового взноса).

Метод покрытия убытка на основе нестрахового пула означает передачу по финансированию риска другому субъекту – нестраховому пулу. Примером такого пула является создание участниками финансово-промышленной группы или какого-либо объединения предпринимателей специальных фондов взаимопомощи, «черных касс» и т. п. Использование данного метода означает снижение участия самой фирмы в возмещении ущерба за счет передачи ответственности по несению риска нестраховому пулу.

Метод покрытия убытка за счет передачи ответственности на основе договора предполагает передачу права финансирования убытка другому субъекту на основе заключенного договора, по условиям которого снижается участие самой фирмы в возмещении ущерба за счет передачи ответственности

по несению риска другому субъекту, т. е. за счет софинансирования риска этим другим субъектом. Примером метода софинансирования риска на основе договора является хеджирование, суть которого сводится к ограничению прибылей и убытков, обусловленных изменением на рынках цен товаров, валют и т. д., за счет производных ценных бумаг (торговых опционов, фьючерсных и форвардных контрактов) и других финансовых инструментов.

Покрытие убытка на основе поддержки государственных и/или муниципальных органов означает софинансирование, полученного предприятием ущерба, государственными и/или муниципальными органами. Государство или муниципалитет принимают полную или частичную ответственность по покрытию убытка в том случае, если риск имеет специфический характер с большим размером ущерба либо социальный характер, покрыть который возможно только посредством привлечения средств вышеназванных органов управления.

Метод покрытия убытка на основе спонсорства предполагает софинансирование риска за счет спонсорства. Использование данного метода означает снижение участия самой фирмы в возмещении ущерба за счет передачи ответственности по несению риска спонсору, т.е. за счет софинансирования риска спонсором.

### **Вопросы для самопроверки**

1. Сущность финансового планирования
2. Содержание финансового планирования
3. Методология финансового планирования в условиях экономической безопасности
4. Финансовые прогнозы, программы, концепции, планы и бюджеты в условиях экономической безопасности
5. Задачи идентификации рисков предпринимательской деятельности
6. Прогнозирование рисков в предпринимательской деятельности
7. Метод аутсорсинга риска

## 8. Принятие риска

### **Тесты для контроля самостоятельной работы**

1. Финансовое планирование – это:

- планирование производственного процесса;
- планирование инвестиционных решений;
- планирование инвестиционных решений и решений по финансированию.

2. Финансовое планирование, охватывающее период времени от 1 до 3(5) лет называется:

- текущим;
- перспективным;
- оперативным.

3. Чем отличается планирование от прогнозирования:

- планирование рассматривает и наиболее вероятные события, и менее вероятные, но возможные события, прогнозирование же, только наиболее вероятные события и результаты;
- планирование использует только вероятностно-статистические методы, а прогнозирование – только нормативные методы;

4. Операционное планирование – это:

- планирование инвестиционных решений;
- оптимизация производственной программы;
- разработка планового баланса компании;
- планирование прибылей и убытков.

5. Долгосрочное финансовое планирование – это

- тактическое финансовое планирование;
- управление рабочим капиталом;

- финансовое планирование на срок больше года;

6. Финансовое планирование на предприятии включает в себя:

- две основные подсистемы;
- три основные подсистемы;
- пять основных подсистем.

7. Определение долгосрочных целей финансовой деятельности предприятия и выбор наиболее эффективных способов и путей их достижения – это:

- финансовое планирование;
- финансовая стратегия;
- перспективное финансовое планирование.

8. Платежный календарь разрабатывается в ходе:

- оперативного планирования;
- стратегического планирования;
- перспективного планирования.

9. План оборота наличных денежных средств, отражающий поступление и выплаты наличных денег через кассу, называется:

- платежный календарь;
- кассовый план;
- план движения денежных средств.

10. Разработка системы финансовых планов и плановых показателей по обеспечению предприятия необходимыми финансовыми ресурсами называется:

- финансовым планированием;
- финансовой политикой;
- финансовой стратегией.



11. Заключительным этапом разработки финансовой стратегии фирмы является:

- оценка эффективности разработанной стратегии;
- разработка финансовой политики фирмы;
- разработка системы непрерывности осуществления инвестиционной деятельности

12. Результатом текущего финансового планирования является разработка следующих документов:

- плана движения денежных средств, плана отчета о финансовых результатах, плана бухгалтерского баланса;
- плана движения денежных средств, плана отчета о финансовых результатах, плана бухгалтерского баланса, кассового плана;
- плана движения денежных средств, плана отчета о финансовых результатах, платежного календаря.

13. При составлении плана отчета о финансовых результатах базовое значение выручки от продажи продукции определяется как:

- среднее значение выручки от продажи продукции за последние три года;
- среднее значение выручки от продажи продукции за последние десять лет;
- значение выручки от продажи продукции за предшествующий год.

14. План движения денежных средств составляется:

- на год с разбивкой по кварталам;
- на год с разбивкой по месяцам;
- на год.

15. Оперативное финансовое планирование включает составление:

- плана движения денежных средств, платежного календаря, кассового плана;
- платежного календаря, кассового плана;

- плана отчета о финансовых результатах, плана движения денежных средств, платежного календаря, кассового плана.

16. Определение долгосрочных целей финансовой деятельности предприятия и выбор наиболее эффективных способов и путей их достижения – это:

- финансовое планирование;
- финансовая стратегия;
- перспективное финансовое планирование.

17. Платежный календарь разрабатывается в ходе:

- оперативного планирования;
- стратегического планирования;
- перспективного планирования.

18. План оборота наличных денежных средств, отражающий поступление и выплаты наличных денег через кассу, называется:

- платежный календарь;
- кассовый план;
- план движения денежных средств.

19. Разработка системы финансовых планов и плановых показателей по обеспечению предприятия необходимыми финансовыми ресурсами называется:

- финансовым планированием;
- финансовой политикой;
- финансовой стратегией.

20. Заключительным этапом разработки финансовой стратегии фирмы является:

- оценка эффективности разработанной стратегии;
- разработка финансовой политики фирмы;

- разработка системы непрерывности осуществления инвестиционной деятельности

21. Результатом текущего финансового планирования является разработка следующих документов:

- плана движения денежных средств, плана отчета о прибылях и убытках, плана бухгалтерского баланса;
- плана движения денежных средств, плана отчета о прибылях и убытках, плана бухгалтерского баланса, кассового плана;
- плана движения денежных средств, плана отчета о прибылях и убытках, платежного календаря.

22. При составлении плана отчета о прибылях и убытках базовое значение выручки от продажи продукции определяется как:

- среднее значение выручки от продажи продукции за последние три года;
- среднее значение выручки от продажи продукции за последние десять лет;
- значение выручки от продажи продукции за предшествующий год.

23. План движения денежных средств составляется:

- на год с разбивкой по кварталам;
- на год с разбивкой по месяцам;
- на год.

24. Оперативное финансовое планирование включает составление:

- плана движения денежных средств, платежного календаря, кассового плана;
- платежного календаря, кассового плана;
- плана отчета о прибылях и убытках, плана движения денежных средств, платежного календаря, кассового плана.

25. Заключительным документом текущего годового финансового планирования является:

- платежный календарь;
- плановый баланс активов и пассивов;
- план движения денежных средств.

### **Литература**

1. Пименов, Н. А. Управление финансовыми рисками в системе экономической безопасности : учебник и практикум / Н. А. Пименов ; под общ. ред. В. И. Авдийского. — М. : Издательство Юрайт, 2016. — 413 с.

2. ЭБС «Znanium»: Финансовый менеджмент : учебник / Е.В. Лисицына, Т.В. Ващенко, М.В. Забродина ; под ред. К.В. Екимовой. - М. : ИНФРА-М, 2018. - 184 с. - (Высшее образование: Бакалавриат). Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/952263>

3. ЭБ «Труды ученых СтГАУ»: Финансовый менеджмент [электронный полный текст] : учебник / Л. А. Латышева, Ю. М. Складорова, И. Ю. Складоров, С. В. Фролко, А. Я. Глушко, Л. В. Кулешова, Т. В. Скребцова, С. Ю. Шамрина, Н. В. Собченко, П. В. Нестеренко, Т. Н. Башкатова, Т. Н. Урядова, Е. И. Капустина ; под общ. ред. Л. А. Латышевой ; СтГАУ. - Москва - Ставрополь : Миракль, 2016. - 2,27 МБ.

4. Финансовый менеджмент: учебник / Кириченко Т.Т. - М.: Дашков и К, 2018. - 484 с.: ISBN 978-5-394-01996-8 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/415005>

## Тема 10: УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ

*Целью* является рассмотрение сущности инвестиционных решений; понятие инвестиционного проекта; идентифицировать критерии эффективности инвестиционных проектов; выявить особенности рисков, возникающих на финансовых рынках: инвестиционный риск.

### План

1. Сущность инвестиционных решений.
2. Понятие инвестиционного проекта
3. Критерии эффективности инвестиционных проектов.
4. Особенности рисков, возникающих на финансовых рынках:  
инвестиционный риск

### 1. Сущность инвестиционных решений

**Инвестиционное решение** - это результат анализа, прогнозирования, оптимизации, экономического обоснования и выбора альтернативы из множества вариантов достижения конкретной цели. Сущность инвестиционных решений тесно взаимосвязана с определением инвестиций и инвестиционной деятельности в целом. Рассмотрим понятие «инвестиции». **Инвестиции** представляют собой вложенный капитал — как денежный, так и реальный. Они осуществляются в виде денежных средств, банковских вкладов, паев, акций и других ценных бумаг, вложений в движимое и недвижимое имущество, интеллектуальную собственность, имущественные права и другие ценности. Подобное определение инвестиций охватывает вложения во все виды активов (средств) предприятия.

*Инвестиции в воспроизводство основных фондов* и связанные с этим изменения оборотного капитала называются капитальными вложениями. В России в объем капитальных вложений включаются затраты на новое

строительство, реконструкцию, расширение и техническое перевооружение действующих промышленных, сельскохозяйственных, транспортных, торговых и других предприятий, затраты на жилищное и культурно-бытовое строительство. К капитальным вложениям относятся затраты на строительные работы всех видов; затраты по монтажу оборудования, на приобретение оборудования, требующего и не требующего монтажа, предусмотренного в сметах на строительство; на приобретение производственного инструмента и хозяйственного инвентаря, включаемых в сметы на строительство; на приобретение машин и оборудования, не входящих в смету на строительство; на прочие капитальные работы и затраты. Затраты на капитальный ремонт в капиталовложения не включаются.

Капитальные вложения как часть инвестиций могут быть названы инвестициями в экономическом смысле, так как связаны с воспроизводством реального капитала.

Существуют следующие формы инвестиций, которые связаны с *непосредственным привлечением иностранного капитала* (создание совместных предприятий, привлечение капитала российскими компаниями на рынке ценных бумаг, создание на территории России предприятий, полностью принадлежащих иностранным владельцам, привлечение капитала на основе концессий и соглашений о разделе продукции).

Инвестиции тогда можно разделить на три категории:

- прямые, при которых иностранный инвестор получает контроль над предприятием на территории России или активно участвует в управлении им;
- портфельные, при которых иностранный инвестор не участвует активно в управлении предприятием, довольствуясь получением дивидендов (в большинстве случаев такие инвестиции производятся на рынке свободно обращающихся ценных бумаг). К разряду портфельных относятся также вложения зарубежных инвесторов на рынке государственных и муниципальных ценных бумаг;

— к прочим инвестициям относятся вклады в банки, товарные кредиты и т. п.

Согласно действующему законодательству *инвестиционная деятельность* на территории РФ может *финансироваться за счет*:

— собственных финансовых ресурсов и внутрихозяйственных резервов инвестора (прибыль, амортизационные отчисления, денежные накопления и сбережения граждан и юридических лиц, средства, выплачиваемые органами страхования в виде возмещения потерь от аварий, стихийных бедствий, и другие средства);

— заемных финансовых средств инвестора (банковские и бюджетные кредиты, облигационные займы и другие средства);

— привлеченных финансовых средств инвестора (средства, полученные от продажи акций, паевые и иные взносы членов трудовых коллективов, граждан, юридических лиц);

— денежных средств, централизуемых объединениями предприятий в установленном порядке;

— инвестиционных ассигнований из государственных бюджетов, местных бюджетов и внебюджетных фондов;

— иностранных инвестиций;

— собственные финансовые ресурсы (самофинансирование).

Прибыль — главная форма чистого дохода предприятия, выражающая стоимость прибавочного продукта. Ее величина выступает как часть денежной выручки, составляющая разницу между реализационной ценой продукции (работ услуг) и ее полной собственностью. Прибыль является обобщающим показателем результатов коммерческой деятельности предприятия. После уплаты налогов и других платежей из прибыли в бюджет у предприятия остается чистая прибыль. Часть ее можно направить на капитальные вложения социального и производственного характера. Эта часть прибыли может использоваться на инвестиции в составе фонда или другого фонда аналогичного назначения, создаваемого на предприятии.

Вторым крупным источником финансирования инвестиций на предприятиях являются амортизационные отчисления. Накопление стоимостного износа на предприятии происходит систематически (ежемесячно), в то время как основные производственные фонды не требуют возмещения в натуральной форме после каждого цикла воспроизводства. В результате формируются свободные денежные средства (путем включения амортизационных отчислений в издержки производства), которые могут быть направлены на расширение производства основного капитала предприятий. Необходимость обновления основных фондов, вызванная конкуренцией товаропроизводителей, заставляет предприятия производить ускоренное списание оборудования с целью образования накопления для последующего вложения их в инновации.

*Субъектами инвестиционной деятельности* являются инвесторы, заказчики, исполнители работ, пользователи объектов инвестиционной деятельности, а также поставщики, юридические лица (банковские, страховые и посреднические организации, инвестиционные биржи) и другие участники инвестиционного процесса. Субъектами инвестиционной деятельности могут быть физические и юридические лица, в том числе иностранные, а также государства и международные организации. Развитие рыночной экономики придает новый характер инвестиционной деятельности. Развитие многообразных форм собственности, равных условий хозяйствования создает новые условия для инвестирования и правового регулирования этого процесса.

Для нормального развития экономики, для обеспечения воспроизводства необходим постоянный приток средств. Количественный рост инвестиций, их направление в различные сферы хозяйствования зависят от правильной инвестиционной политики. Вложение средств в наукоемкие, высокотехнические, высокотехнологические программы влияет не только на производство товаров, их потребительские свойства, но и на условия труда, что в конечном счете не может не отражаться на развитии всего общества в целом. Инвестиции, вложенные в эту сферу, дают представление о



качественном уровне инвестиций. Качественный уровень и количественный рост инвестиций, их соотношение дают представление о проводимой государством инвестиционной политике. Ее целью является поиск оптимального правового регулирования инвестиционной деятельности, национальных и иностранных инвесторов.

*Правовое регулирование инвестиционной деятельности* состоит в определении признаков субъектов, установлении организационно-правовых форм ведения инвестиционной деятельности, выделении специальных требований к отдельным направлениям инвестиционной деятельности; регламентации порядка и условий заключения исполнения договоров; установлении пределов и форм государственного воздействия на инвестиционные процессы. Инвестиционная деятельность реализуется обычно в правовых формах, соответствующих договорам подряда на капитальное строительство, проектирование, поставки и др. Инвестирование может происходить путем приобретения акций акционерного общества, вступления в товарищество с вложением пая. Инвестиции могут осуществляться путем приобретения патента или прав пользования по лицензионному договору, приобретением товарного знака и т. д.

Еще одной важной составляющей инвестиционного решения является понятие «инвестор».

*Инвесторы* — это субъекты инвестиционной деятельности, осуществляющие вложение собственных, заемных или привлеченных средств в форме инвестиций и обеспечивающие их целевое использование.

В качестве инвесторов могут выступать:

- органы, уполномоченные управлять государственным и муниципальным имуществом или имущественными правами;
- граждане, предприятия, предпринимательские объединения и другие юридические лица;
- иностранные физические и юридические лица, государства и международные организации.

Допускается объединение средств инвесторами для осуществления совместного инвестирования. Инвесторы могут выступать в роли вкладчиков, заказчиков, кредиторов, покупателей, а также выполнять функции любого другого участника инвестиционной деятельности.

Заказчиками могут быть инвесторы, а также любые иные физические и юридические лица, уполномоченные инвестором (инвесторами) осуществить реализацию инвестиционного проекта, не вмешиваясь при этом в предпринимательскую и иную деятельность других участников инвестиционного процесса, если иное не предусмотрено договором (контрактом) между ними.

В случае, если заказчик не является инвестором, он наделяется правами владения, пользования и распоряжения инвестициями на период и в пределах полномочий, установленных указанным договором, и в соответствии с действующим на территории России законодательством.

Пользователями объектов инвестиционной деятельности могут быть инвесторы, а также другие физические и юридические лица, государственные и муниципальные органы, иностранные государства и международные организации, для которых создается объект инвестиционной деятельности.

Инвестиционный договор определяет взаимоотношения собственников или владельцев средств, вкладываемых в объекты предпринимательской деятельности, взаимодействие в процессе реализации инвестиционного проекта, в распределении доходов от последующей эксплуатации проекта, а также устанавливает право на объект.

Инвестор как главная фигура инвестиционного проекта обладает правом самостоятельно определять объемы, характер и эффективность инвестиций, контролировать их целевое использование; владеть, пользоваться и распоряжаться результатами инвестиций (кроме случаев, оговоренных в законодательстве); передавать часть своих полномочий другим организациям.

*Объектами инвестиционной деятельности* являются вновь создаваемые и модернизируемые основные фонды и оборотные средства во всех

отраслях и сферах народного хозяйства РФ, ценные бумаги, целевые денежные вклады, научно-техническая продукция, другие объекты собственности, а также имущественные права и права на интеллектуальную собственность.

Запрещается инвестирование в объекты, создание и использование которых не отвечает требованиям экологических, санитарно-гигиенических и других норм, установленных законодательством, действующим на территории РФ, или наносит ущерб охраняемым законом правам и интересам граждан, юридических лиц и государства. Государство выступает одновременно как инвестор и как инициатор инвестиционной деятельности для удовлетворения интересов общества.

*Государственное регулирование инвестиционной деятельности,* проведение инвестиционной политики, направленной на социально-экономическое и научно-техническое развитие РФ, обеспечивается государственными органами РФ в пределах их компетенции и осуществляется:

- в соответствии с государственными инвестиционными программами;
- прямым управлением государственными инвестициями;
- введением системы налогов с дифференцированием налоговых ставок и льгот;
- предоставлением финансовой помощи в виде дотаций, субсидий, субвенций, бюджетных ссуд на развитие отдельных территорий, отраслей, производств;
- проведением финансовой и кредитной политики, политики ценообразования (в том числе выпуском в обращение ценных бумаг), амортизационной политики.

В соответствии с законом об инвестиционной деятельности решения по государственным инвестициям принимаются высшим представительным органом на основе прогнозов экономического и социального развития РФ, схем развития и размещения производственных сил, научно-технических и

технико-экономических обоснований, определяющих целесообразность этих инвестиций.

Финансирование осуществляется за счет средств государственного бюджета РФ и внебюджетных источников, т. е. от субъектов, участвующих в реализации этих программ.

Источником инвестиций могут быть и кредиты банков под государственные гарантии.

*Государственное регулирование инвестиционной деятельности* заключается в гарантиях прав субъектов и защите инвестиций. Государство гарантирует прежде всего стабильность прав, что очень важно при долгосрочных инвестициях. Инвестиции могут быть приостановлены лишь в случае стихийных бедствий, признания инвестора банкротом, чрезвычайного положения и экологических нарушений.

В целях управления инвестиционной политикой Указом Президента была создана Государственная инвестиционная корпорация для федеральных и региональных программ социального и экономического развития, а также для привлечения иностранных инвесторов и стимулирования внутренних инвестиций. Корпорация создана в форме государственного предприятия, имущество передано ей на праве полного хозяйственного ведения. Корпорация осуществляет экспертизу, конкурсный отбор и реализацию инвестиционных проектов, используя при этом средства, выделяемые им для централизованных капитальных вложений, кредиты ЦБ России, привлеченные и собственные средства.

Раскрывая сущность инвестиционных решений, следует отметить, что важнейшим фактором, влияющим на объем инвестиций, является рыночная процентная ставка. Она зависит от характера спроса на инвестиционные средства. Капитал пользуется спросом, так как он производителен и является неотъемлемым фактором производства. Спрос на капитал — это прежде всего спрос на инвестиционные средства, необходимые для приобретения производственных фондов, без которых невозможен процесс нормального

воспроизводства. Предложение капитала — это отказ от его использования в данный момент.

Таким образом, совпадение спроса ссудного капитала с его предложением устанавливает категорию процента.

Ставкой (или нормой) процента называется отношение дохода на капитал, предоставленный в ссуду, к самому размеру ссужаемого капитала. При определении уровня ставки процента важную роль играет фактор риска: чем выше риск при предоставлении ссуды, тем выше должна быть ставка процента. Рыночная ставка процента играет важную роль при принятии инвестиционных решений. Предприниматель всегда сравнивает ожидаемый уровень дохода на капитал с текущей рыночной ставкой процента.

Сами по себе инвестиции нельзя считать рентабельными или нерентабельными, если не принимать во внимание ставку процента. Различается номинальная и реальная процентная ставка.

*Номинальная* — это текущая рыночная ставка без учетов инфляции.

*Реальная* — это номинальная ставка за вычетом ожидаемых темпов инфляции. Таким образом, процент выполняет важную задачу эффективного распределения ресурсов в рыночном хозяйстве, выбор наиболее доходного из возможных инвестиционных проектов.

В рамках данного вопроса логичным будет рассмотрение специфики основных инвестиционных целей в России.

***Основными целями инвестиционной деятельности*** являются:

- безопасность или надежность вложений;
- доходность вложений;
- увеличение рыночной стоимости вложений;
- ликвидность вложений.

На надежность инвестиционных решений оказывают влияние системный и портфельный риски. *Системный риск* в условиях политической нестабильности и спада производства оценивается как достаточно высокий, однако средств защиты от него практически нет.

*Портфельный риск* может быть уменьшен диверсификацией и страхованием. В качестве специфического метода управления инвестиционным риском можно предложить сформировать в рамках общего фондового портфеля специальный портфель страхования из высоконадежных ценных бумаг.

На инвестиционные решения оказывают влияние следующие основные факторы:

— инфляция обесценивает будущие доходы; спад производства уменьшает источник доходов — прибыль;

— наличие значительного пакета акций у трудового коллектива и администрации стимулирует «проедание» дохода и уменьшение прибыли, распределяемой на дивиденды;

— жесткая фискальная политика государства уменьшает чистую прибыль и дивиденды;

— конкуренция на рынке капиталов.

Уровень реального дохода в условиях инфляции будет отрицательным и определяется конкуренцией с процентом по банковским депозитам, вкладам в сбербанки и другим видам инвестирования.

Задача любого инвестора состоит в достижении сбалансированности, обеспечении оптимального сочетания доходности от инвестиций, безопасности вложенных средств, повышения их стоимости и ликвидности.

Однако, учитывая «золотое правило инвестирования», согласно которому доходы от вложения прямо пропорциональны риску, на который готов идти инвестор ради получения желаемого дохода, стратегии достижения основной цели могут быть различными.

Выделяются следующие **стратегии инвестирования**:

— консервативная стратегия, акцентирующая основное внимание на обеспечении безопасности вложений;

— умеренно агрессивная, при которой баланс «доходность—риск» смещен в сторону обеспечения определенной, заданной безопасности вложений;

— агрессивные стратегии, преследующие цели обеспечения некоторой заданной минимальной допустимой доходности вложений. Разновидностью этого вида стратегий является изощренная стратегия, ставящая целью максимизировать получение дохода в ущерб возможному риску.

## **2. Понятие инвестиционного проекта**

Термин «инвестиция» входит в число наиболее часто используемых понятий в экономике, в особенности в экономике, находящейся в процессе трансформации или испытывающей подъем. Это понятие происходит от латинского *investio* - одеваю и подразумевает долгосрочное вложение капитала в экономику внутри страны и за границей. В руководствах по инвестиционной деятельности его, как правило, трактуют в широком смысле, понимая под инвестицией «расходование ресурсов в надежде на получение доходов в будущем, по истечении достаточно длительного периода времени».

В приведенном определении отметим два ключевых момента.

Во-первых, речь идет о «надежде на получение дохода в будущем», которая, естественно, не является предопределенной. Иными словами, любая инвестиция рискована в том смысле, что надежда на получение дохода может и не оправдаться. Делая инвестицию, инвестор фактически отказывается от возможности потребления средств «сегодня», полагая, что «завтра» он сможет не только вернуть вложенные средства, но и получить некоторый доход с устраивающей его нормой прибыли. Поскольку в экономике безрисковых операций практически не существует, подобный отказ от текущего потребления с очевидностью рискован по своей сути. Не случайно, поэтому инвестицию трактуют как отказ от определенной ценности в настоящий момент за (возможно, неопределенную) ценность в будущем.

Во-вторых, инвестиции чаще всего связывают с долгосрочным вложением капитала. Однако можно дать и более общее определение, согласно которому под инвестицией понимаются оцененные в стоимостной оценке расходы, сделанные в ожидании будущих доходов. В этом случае в зависимости от горизонта инвестирования инвестиции можно классифицировать на долгосрочные и краткосрочные. Поскольку подобное подразделение с очевидностью всегда является весьма условным, приведенное определение вполне приемлемо; иными словами, признак долгосрочности по существу не является системообразующим при введении понятия «инвестиция». Данный подход стал особенно актуальным в связи с развитием финансовых инвестиций. Дело в том, что в отношении вложений на рынке ценных бумаг никогда нельзя сказать с определенностью, как долго эти вложения будут иметь место. Не исключено, что при изменении конъюнктуры рынка от приобретенных ценных бумаг, т. е. объекта инвестирования, придется избавиться — продать их. Заметим, что, строго говоря, стратегический аспект в той или иной степени присутствует в любом решении финансового характера. Например, краткосрочные решения, рассматриваемые как элементы текущей финансовой политики в совокупности и их последовательной реализации, можно трактовать и как составные части стратегического финансового менеджмента. Тем не менее, в решениях инвестиционного характера в приложении к объектам материально-технической базы параметр долгосрочности, безусловно, входит в число базисных, превалирующих.

Традиционно различают два вида инвестиций - финансовые и реальные. Первые представляют собой вложение капитала в долгосрочные финансовые активы — паи, акции, облигации; вторые - в развитие материально-технической базы предприятий производственной и непроизводственной сфер. За реальными инвестициями в российском законодательстве закреплен специальный термин - капитальные вложения, под которыми понимаются инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на



новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и другие затраты. Инвестиционная деятельность имеет исключительно важное значение, поскольку создает основы для стабильного развития экономики в целом, отдельных ее отраслей, хозяйствующих субъектов. Не случайно поэтому она регулируется на уровне страны и отдельных субъектов РФ. Основным регулятивом в отношении реальных инвестиций на уровне страны является Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. №39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».

Согласно Федеральному закону № 39-ФЗ под **инвестицией понимаются** «денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта», а **инвестиционная деятельность** есть «вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта». На практике нередко термин «инвестиция» понимается в обобщенном смысле – как вкладываемые активы и (или) как собственно процесс вложения.

В отличие от финансовых решений краткосрочного характера, принимаемых в основном исходя из текущих производственных, иногда тактических соображений, вложения в материально-техническую базу (реальные инвестиции) все же имеют ярко выраженную стратегическую направленность и связаны с понятием операционного риска (или бизнес-риска). В данном случае речь идет как об инвестициях, так и о дезинвестициях, понимаемых как процесс высвобождения денежных средств путем продажи долгосрочных активов. Очевидно, что стратегический аспект присутствует в таких решениях, как расширение производственных

мощностей, модернизация и реконструкция действующей материально-технической базы, строительство новых производственных мощностей в связи с планируемым внедрением новых видов продукции и услуг, приобретение основных средств и др. Дело в том, что вкладывая средства в долгосрочные активы, их собственники надолго омертвляют свой капитал и, кроме того, они подвержены риску потерь в случае досрочной дезинвестиции.

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

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

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

Однако на практике инвестиционный проект не сводится к набору документов, а понимается в более широком аспекте — как последовательность действий, связанных с обоснованием объемов и порядка вложения средств, их реальным вложением, введением мощностей в действие, текущей оценкой целесообразности поддержания и продолжения проекта и

итоговой оценкой результативности проекта по его завершении. В этом случае инвестиционному проекту свойственна определенная этапность, т. е. он развивается в виде предусмотренных фаз (стадий), а набор документов, обосновывающих его целесообразность и эффективность, выступает лишь одним из элементов, хотя и ключевых, проекта в целом. Что касается документального оформления проекта, в частности подготовки соответствующего бизнес-плана, то логика, принципы и различные методики разработки подобных документов достаточно подробно описаны в специальной литературе.

Государство не только регулирует инвестиционную деятельность, но и гарантирует всем субъектам инвестиционной деятельности независимо от форм собственности:

(а) обеспечение равных прав при осуществлении инвестиционной деятельности;

(б) гласность в обсуждении инвестиционных проектов;

(в) право обжаловать в суд решения и действия (бездействие) органов государственной власти, органов местного самоуправления и их должностных лиц;

(г) защиту капитальных вложений.

Управленческие решения по поводу целесообразности инвестиций (в особенности реальных), как правило, относятся к решениям стратегического характера. Они требуют тщательного аналитического обоснования в силу целого ряда причин.

Во-первых, любая инвестиция требует концентрации крупного объема денежных средств.

Во-вторых, инвестиции, как правило, не дают сиюминутной отдачи и вследствие этого возникает эффект иммобилизации собственного капитала, когда средства омертвлены в активах, которые, возможно, начнут приносить прибыль лишь через некоторое время. Поэтому любая инвестиция предполагает наличие у компании определенного «финансового жирка»,

позволяющего ей безболезненно пережить этап становления нового бизнеса (подразделения, технологической линии и т. п.).

В-третьих, в подавляющем большинстве случаев инвестиции делаются с привлечением заемного капитала, а потому предполагаются обоснование структуры источников, оценка стоимости их обслуживания и формулирование аргументов, позволяющих привлечь потенциальных инвесторов и лендеров.

### 3. Критерии эффективности инвестиционных проектов

Прежде чем приступить к рассмотрению вопроса, касающегося критериев эффективности инвестиционных проектов, необходимо дать определение понятию «критерий». Итак, в современных экономических словарях под **критерием** понимают признак, на основании которого производится оценка, определение или классификация чего-либо.

Для оценки инвестиционных проектов такими признаками являются прежде всего:

— **коммерческая эффективность** — выражает финансовые последствия от реализации проекта для его непосредственных участников;

— **бюджетная эффективность** – под которой понимают, финансовые последствия от осуществления проекта для федерального, регионального и местного бюджетов;

— **экономическая эффективность** – затраты и результаты, связанные с реализацией проекта, выходящие за пределы прямых финансовых интересов участников инвестиционного проекта и допускающие стоимостное измерение.

Как правило, определение количественного значения вышеупомянутых признаков рекомендуется производить с использованием следующих показателей:

— чистого дисконтированного дохода;

— индекса доходности;

— внутренней нормы прибыльности (рентабельности);

- срока окупаемости инвестиций;
- степени устойчивости проекта;
- периода окупаемости инвестиций;
- минимума приведенных затрат.

Следует отметить, что расчет большинства вышеприведенных показателей и, как следствие, оценку эффективности инвестиционных проектов следует производить с учетом их *дисконтирования*, т. е. путем приведения их к стоимости на момент сравнения.

Доход, полученный в более ранний период, имеет большую стоимость, чем полученный в более поздний период.

То же касается и затрат, поскольку, произведенные в более ранний период, они имеют большую стоимость, чем произведенные

*Чистый дисконтированный доход.* Чистый дисконтированный доход по-другому называют чистой приведенной или текущей стоимостью. В международной практике принято использование аббревиатуры NPV, что расшифровывается как Net Present Value. Он представляет собой сумму всех дисконтированных значений притоков и оттоков по проекту, приведенных к настоящему моменту времени. Разница между поступлениями денежных средств и понесенными затратами (инвестициями), определенная на сегодняшний день, называется чистой приведенной стоимостью. Дисконтирование дохода позволяет инвестору сравнивать различные по временным параметрам проекты и принимать взвешенное решение об их финансировании.

Если величина чистого дисконтированного дохода инвестиционного проекта положительна, то он признается эффективным, т.е. обеспечивающим уровень инвестиционных вложений не меньший, чем принятая норма дисконта.

Если, наоборот, величина чистого дисконтированного дохода инвестиционного проекта отрицательна, то проект следует отвергнуть по причине его убыточности.

*Индекс доходности (прибыльности)* инвестиций представляет собой отношение сумм приведенного дохода к величине инвестиций.

*Внутренняя норма прибыльности (рентабельности)* инвестиций представляет собой ту норму дисконта, при которой величина приведенного эффекта равна приведенным инвестиционным вложениям, т.е. это такое значение коэффициента дисконтирования, при котором чистый приведенный эффект проекта равен нулю.

Рассчитанная величина нормы прибыльности (рентабельности) сравнивается с требуемой инвестором величиной дохода на капитал. Если *внутренняя норма прибыльности (рентабельности)* равна или больше требуемой нормы доходности, то проект считается эффективным.

Рекомендуют отбирать те проекты, внутренняя норма доходности которых не ниже 15—20%.

*Срок окупаемости* — показатель, отвечающий на вопрос, за какой срок могут окупиться инвестиции в инновационный проект.

Этот показатель учитывает первоначальные капитальные вложения. Он важен с позиции знания времени возврата первоначальных вложений, т. е. знания того: окупятся ли инвестиции в течение срока их жизненного цикла или нет.

Вместе с тем надо заметить, что с экономической точки зрения просто возврат вложенных средств неприемлем, поскольку инвестор вкладывает денежные средства, как правило, с целью зарабатывать прибыль на инвестированные средства.

Из этого следует, что он должен получать прибыль в течение всего жизненного цикла инвестиций после наступления срока окупаемости. В оценке доходности инвестиций важно обращать внимание на изменение стоимости денег во времени. Поэтому в международной практике применяется в основном период окупаемости.

Под *периодом окупаемости* понимают продолжительность периода, в течение которого сумма чистых доходов, дисконтированных на момент завершения инвестиций, будет равна сумме инвестиций.

На практике инвестор из двух предложений по инвестированию предпочитает то, которое дает доход раньше, поскольку это позволяет ему снова инвестировать доход и зарабатывать прибыль.

Чем длиннее период ожидания, тем меньше текущая дисконтированная стоимость денег, которые будут получены в будущем, потому что каждый дополнительный период ожидания увеличивает возможность заработать прибыль в течение данного срока.

*Степень устойчивости проекта* по отношению к возможным изменениям условий реализации может быть охарактеризована показателями предельного уровня объемов производства, цен производимой продукции и т. д. Часто в экономической литературе выделяют такое понятие, как порог рентабельности (или критический объем производства), и используют этот показатель для оценки финансовой устойчивости предприятия. Критический объем производства - нижний предельный размер выпуска продукции, при котором прибыль равна нулю.

Чем больше разность между фактическим объемом производства и критическим, тем выше финансовая устойчивость. Критический объем производства необходимо оценивать при освоении новой продукции и при сокращении ее выпуска, вызванного падением спроса, сокращением поставок материалов и комплектующих изделий, заменой продукции на новую, ужесточением экологических требований и другими причинами.

Для проведения соответствующих расчетов все затраты на производство и реализацию продукции подразделяют на переменные и постоянные.

К постоянным издержкам производства относят затраты, величина которых не меняется с изменением объемов производства.

Они должны быть оплачены, даже если предприятие не производит продукцию (отчисления на амортизацию, аренда зданий и оборудования, страховые взносы, оплата высшего управленческого персонала и т. д.).

Под переменными понимают издержки, общая величина которых находится в непосредственной зависимости от объемов производства и реализации, а также от их структуры при производстве и реализации нескольких видов продукции.

Это затраты на сырье и материалы, топливо, энергию, транспортные услуги, большую часть трудовых ресурсов и т. д.

Критерием отбора проектов может *быть минимум затрат на их реализацию*. То есть при наличии нескольких вариантов наиболее эффективный вариант выбирается по минимуму так называемых приведенных затрат.

$$Z = C + EK = \min,$$

где  $Z$  — приведенные затраты по каждому варианту;

$C$  — издержки производства (себестоимость) по тому же варианту;

$E$  — норматив эффективности капитальных вложений;

$K$  — инвестиции по тому же варианту.

Поскольку инвестиции характеризуются одноразовостью или ограниченным периодом вложений, длительным сроком окупаемости, большой величиной, а издержки производства - это величина, как правило, годовая, то, для того чтобы привести к единой годовой размерности с помощью коэффициента экономической эффективности или уровня процентной ставки, берут часть инвестиций (капитальных вложений). Величина норматива эффективности капитальных вложений устанавливается либо на уровне процентной ставки, либо как норматив рентабельности инвестиций.

При определении вышерассмотренных показателей, характеризующих критерии эффективности инвестиционных проектов, могут использоваться следующие виды цен на продукцию и потребляемые ресурсы.



- базисные;
- прогнозные;
- расчетные.

*Базисные цены* — это цены, сложившиеся на определенный момент времени. Они используются, как правило, на стадии технико-экономических исследований инвестиционных возможностей.

*Прогнозные цены* — цены на конец определенного года реализации инвестиционного проекта в соответствии с прогнозируемым индексом изменения цен на продукцию, ресурсы, услуги.

*Расчетные цены* определяются путем умножения базисной цены на дефлятор, соответствующий индексу общей инфляции.

Рассмотренные выше показатели не могут стать единственной основой для выбора того или иного инвестиционного решения. Здесь важно учитывать и другие факторы, которые не всегда поддаются количественной оценке, а требуют содержательного анализа и к которым можно отнести: складывающуюся экономическую конъюнктуру, конкурентную среду, способности менеджеров осуществлять инвестиции, организационные моменты и др.

#### **4. Особенности рисков, возникающих на финансовых рынках: инвестиционный риск**

Для российских финансовых рынков характерен достаточно высокий уровень доходности и одновременно рискованности инвестирования. Именно высокий уровень рисков (связанных с нестабильностью, преступностью, слабой законодательной базой и т.д.) является одним из основных ограничений в инвестиционной деятельности российских предприятий и при привлечении иностранных инвестиций.

В последнее время в финансовой сфере сложилось понимание риска как вероятности того, что доход на сделанную инвестицию будет отличаться

от ожидаемого. Суть финансовой точки зрения на риск лучше всего выражена китайскими иероглифами, обозначающими риск. Первый иероглиф означает «опасность», в то время как второй - «благоприятную возможность». представленная комбинация опасности и благоприятной возможности прекрасно символизирует риск. сказанное очень четко иллюстрирует выбор, стоящий перед инвестором, - чем выше награда, связанная с благоприятной возможностью, тем выше риск, порождаемый опасностью. В финансовой терминологии опасность мы называем «риском», а благоприятную возможность - «ожидаемым доходом». Следовательно, риск включает в себя не только неблагоприятные (доходы ниже ожидаемых), но и благоприятные (доходы выше ожидаемых) исходы.

Наиболее полное определение риска содержится в работе В. В. Ковалева, где *под риском понимается* уровень финансовой потери, выражающейся:

- а) в возможности не достичь поставленной цели;
- б) в неопределенности прогнозируемого результата;
- в) в субъективности оценки прогнозируемого результата.

Четко заметна тесная связь риска, вероятности и неопределенности. Это объясняется тем, что в основе риска лежит многовариантная природа рыночной деятельности и неопределенность возможных ситуаций. планирование производства, прогнозирование объемов продаж, величин денежных потоков, разработка проектов строительства и бизнес-планов основываются лишь на приближенных расчетах ожидаемых, а не фактических величин.

Необходимо различать понятия «риск» и «неопределенность». Основанием является то, что, во-первых, риск имеет место только в случаях, когда принимать решение необходимо (если это не так, нет смысла рисковать). Иначе говоря, именно необходимость принимать решения в условиях неопределенности порождает риск, при отсутствии таковой необходимости нет и риска. Во-вторых, риск является субъективной

характеристикой, а неопределенность — объективной. Например, объективное отсутствие достоверной информации о потенциальном объеме спроса на производимую продукцию приводит к возникновению спектра рисков для участников проекта.

Неопределенность может быть задана по-разному:

- в виде вероятностных распределений (распределение случайной величины точно известно);
- в виде субъективных вероятностей (распределение случайной величины неизвестно, но известны вероятности отдельных событий, определенные экспертным путем);
- в виде интервальной неопределенности (распределение случайной величины неизвестно, но известно, что она может принимать любое значение в определенном интервале).

Для понимания *природы инвестиционного риска* основное значение имеет связь риска и прибыли. Инвестор готов идти на риск в условиях неопределенности, так как наряду с риском потерь существует и возможность дополнительных доходов, можно с уверенностью говорить о том, что чем выше риск, тем выше вероятность получения большего дохода. Поэтому основной задачей инвестора является не отказ от риска вообще, а выбор решения - до каких пределов имеет смысл идти на риск.

Кроме того, при рассмотрении сущности риска надо учитывать, что это понятие включает в себя не только наличие рискованной ситуации и ее осознание, но и принятие решения, сделанного на основе количественного и качественного анализа риска.

Риск как ситуация, связанная с наличием выбора из предполагаемых альтернатив, имеет важное свойство — вероятность.

**Вероятность** — математический признак, означающий возможность рассчитать частоту наступления события при наличии достаточного количества статистических данных. Вот почему риск нельзя определять только через вероятность (вероятность — признак риска) и тем более через

неопределенность (отсутствующую возможность определить вероятность исхода события).

Таким образом, риск — ситуация, связанная с наличием выбора из предполагаемых альтернатив путем оценки вероятности наступления рисковосодержащего события, имеющего как положительные, так и отрицательные последствия.

Многогранность понятия «риск» обусловлена разнообразием рискообразующих факторов, характеризующих как особенности конкретного вида деятельности, так и специфические черты неопределенности, в условиях которой эта деятельность осуществляется.

Количество учитываемых рискообразующих факторов достаточно велико. Как следствие, их классификация несоизмеримо сложнее классификации рисков. так, разработчики системы управления рисками «Mark To Future» компании Algorithmics приводят таблицу, демонстрирующую соотношение отдельных групп рисков и воздействующих на них факторов. Согласно этой таблице, рыночные риски являются производными от 50 до 1000 факторов риска, на кредитные риски оказывают воздействие от 50 до 200 рискообразующих факторов, 20–500 факторов риска влияют на риски управления активами компании.

Говоря об инвестиционном риске, следует отметить, что ему присущи риски чрезвычайно широкого круга сфер человеческой деятельности: экономические; политические; технические; юридические; природные; социальные; производственные и т.д. Рассмотренные выше риски связаны с реализацией только экономической составляющей проекта.

Нельзя также не отметить взаимосвязи различных рисков. так, например, валютный риск может трансформироваться в инфляционный либо дефляционный риск. в свою очередь, все эти три типа риска взаимосвязаны с ценовым риском, который относится к рискам колебаний рыночной конъюнктуры. другой пример: риск колебания деловых циклов связан с инвестиционными рисками, риском изменения процентной ставки.

Любой риск вообще и риск инвестиционного проекта в частности многообразен в своих проявлениях и зачастую представляет собой сложную конструкцию из элементов других рисков.

Например, риск колебания рыночной конъюнктуры представляет собой целый набор рисков: ценовые риски (как на затраты, так и на продукцию); риски изменения структуры и объема спроса.

Кроме того, проявления риска индивидуальны для каждого участника. о многогранности риска и его сложных взаимосвязях говорит тот факт, что даже решение минимизации риска содержит риск.

Таким образом, *инвестиционный риск* - это возможность несовпадения фактических и планируемых результатов инвестиционного решения в процессе действия системы факторов, оценка которой индивидуальна для каждого инвестора как в количественном, так и в качественном отношении.

Сформулированное определение позволяет уточнить перечень видов рисков, которые включаются в состав инвестиционных рисков. В качестве инвестиционных рисков рассматриваются любые риски, приводящие к несовпадению фактических и планируемых результатов инвестиционного проекта. При такой постановке вопроса, кроме традиционно включаемых в разряд инвестиционных рисков (риски упущенной выгоды, снижения доходности, биржевой, селективный, банкротства), при оценке инвестиций могут рассматриваться и инфляционный риск, и риск ликвидности, и другие риски.

Таким образом, перечень инвестиционных рисков будет значительно расширен и сформирован в зависимости от особенностей конкретного инвестиционного проекта.

### **Вопросы для самопроверки**

1. Сущность инвестиционных решений.
2. Инвестиции в воспроизводство основных фондов

3. Понятие инвестиционного проекта
4. Стратегии инвестирования
5. Критерии эффективности инвестиционных проектов.
6. Степень устойчивости проекта
7. Особенности рисков, возникающих на финансовых рынках:  
инвестиционный риск
8. Природа инвестиционного риска

### **Тесты для контроля самостоятельной работы**

1. Инвестиции представляют собой ресурсы:
  - направляемые на содержание и развитие объектов социальной сферы
  - направляемые на личное потребление занятых работников
  - направляемые на цели развития
  - оставляемые в резерве
  
2. Допустимое отклонение фактических доходов от проектируемых определяется на основе оценки:
  - внутренней нормы рентабельности
  - времени осуществления проекта
  - времени получения дохода
  
3. Чистый дисконтированный доход - показатель, основанный на:
  - сумме дисконтированных потоков денежных средств от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности
  - сумме дисконтированных потоков денежных средств от операционной и инвестиционной деятельности
  - превышении результатов (выручки) над затратами (себестоимостью и капитальными вложениями) с учетом фактора дисконтирования

4. Высокая ставка дисконта приводит к повышению рентабельности проекта, если:

- затраты осуществляются в первые периоды, доходы получаются в последние периоды времени
- затраты и доходы относятся к одним и тем же периодам времени
- большая часть дохода получается в начальные периоды времени

5. Внутренняя норма рентабельности должна быть не ниже ставки процентов за кредит. Это утверждение:

- верно
- неверно
- верно при условии использования для инвестиций кредитных ресурсов

6. Критерий, который следует использовать при сравнении альтернативных равномасштабных инвестиционных проектов:

- чистый дисконтированный доход (NPV)
- бухгалтерская норма прибыли
- срок окупаемости
- индекс доходности (PI)
- коэффициент чистого дисконтированного денежного дохода (NPVR)
- внутренняя норма доходности

7. Риск кредитования меньше, если в основе принятия решения лежат показатели:

- отношение рыночной цены к прибыли ( $P/E$ ),
- EBITDA,
- рентабельность активов,

8. По направлению основной деятельности инвесторов разделяют на:

- индивидуальных и институциональных

- отечественных и иностранных
- стратегических и портфельных

9. Согласно менталитету инвестиционного поведения инвесторы являются :

- инвесторы не рискуют
- инвесторы, ориентирующиеся на внешнеэкономический эффект
- консерваторами

10. По целям инвестирования инвесторов подразделяют на:

- индивидуальных и институциональных
- стратегических и портфельных
- зарубежных и отечественных

11. По принадлежности к резидентам инвесторов разделяют на:

- индивидуальных и институциональных
- отечественных и зарубежных
- стратегических и портфельных

12. По использованию в процессе форм оценки стоимости денег во времени виды процентных ставок:

- ставка наращивания и дисконтирования
- базовая и договорная
- периодическая и эффективная

13. К основным функциям инвестиционного менеджмента не относят:

- разработку инвестиционной стратегии предприятий
- осуществление планирования инвестиционной деятельности
- управления формированиями инвестиционных ресурсов



14. С учетом организационного поведения инвестиционный анализ разделяют на:

- полный и тематический
- фундаментальный
- внутренний и внешний

15. Инвестиционное планирование – это:

- система основных принципов по которым осуществляется инвестиционная деятельность
- процесс разработки системы планов и плановых показателей в отношении обеспечения предприятий инвестиционными ресурсами
- процесс проверки исполнения и обеспечения реализации управленческих решений

16. Среди представленных понятий не относятся к видам контроллинга:

- стратегический
- текущий
- гибкий
- оперативный

17. Инвестиционная привлекательность определяется:

- экономическим паспортом
- отчетом о денежных средствах
- балансом

18. Аннуитет – это:

- длительный инвестиционный поток платежей, характеризующийся одинаковым уровнем процентных ставок на протяжении всего периода
  - сумма дохода, начисляемого в каждом интервале, которая не выплачивается
- показатель согласно которого в установленный срок уплачивается сумма

процента в расчете на единицу капитала

19. Будущая стоимость денег — это:

- сумма инвестированных в настоящий момент денежных средств, в которую они превратятся через определенный период времени с учетом определенной ставки процента
- сумма будущих денежных средств, которые с помощью определенной ставки процента приведенная к данному периоду времени
- процесс приведения будущей стоимости денег к их стоимости в настоящее время путем исключения суммы дисконта

20. Стоимость денег в настоящее время – это:

- сумма будущих денежных средств, приведенных с учетом ставки процента к настоящему периоду времени
- сумма инвестированных в настоящий момент денежных средств, в которую они превратятся через определенный период времени с учетом определенной ставки процента
- процесс приведения будущей стоимости денег к их стоимости в настоящее время путем исключения суммы дисконта

21. Компаундинг – это:

- наращение стоимости
- дисконтирование стоимости
- аннуитет

22. К портфельным иностранным инвестициям относятся:

- Вложения капитала, взятого на определенных условиях в любом иностранном банке
- Предложения от иностранных инвесторов в виде портфеля документов, т. - предполагающие несколько направлений инвестирования

- Вложения в иностранные ценные бумаги, цель которого заключается в «игре» на курсах валют с целью получения прибыли

23. Законодательные условия инвестирования представляют собой:

- Условия, определяющие минимальную сумму инвестиций для разных групп инвесторов
- Нормативные условия, создающие законодательный фон, на котором осуществляется инвестиционная деятельность
- Условия, по которым инвестор может получить дивиденды

24. Основная цель инвестиционного проекта:

- Создание взаимовыгодных условий сотрудничества между бизнес-партнерами
- Изучение конъюнктуры рынка
- Получение максимально возможной прибыли

25. Прединвестиционная фаза содержит:

- Этап расчетов технико-экономических показателей будущего проекта
- Этап технико-экономических расчетов показателей будущего проекта и анализ альтернативных вариантов инвестирования
- Маркетинговые исследования по будущему проекту

26. Инвестиционный рынок состоит из:

- Рынка реального инвестирования и финансового рынка
- Рынка реального инвестирования и инновационного рынка
- Рынка реального инвестирования, финансового рынка и инновационного рынка

## Литература

1. Инвестиции / Склярова Ю.М., Скляров И.Ю., Латышева Л.А. - Ростов-на-Дону, 2015.
2. Когденко, В.Г. Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент / В.Г. Когденко. - М.: Юнити-Дана, 2018. - 549 с.
3. Морошкин, В. А. Практикум по финансовому менеджменту. Технология финансовых расчетов с процентами / В.А. Морошкин, А.Л. Ломакин. - М.: Финансы и статистика, Инфра-М, 2019. - 120 с.
4. Пименов, Н. А. Управление финансовыми рисками в системе экономической безопасности : учебник и практикум / Н. А. Пименов ; под общ. ред. В. И. Авдийского. — М. : Издательство Юрайт, 2016. — 413 с.
5. ЭБС «Znanium»: Финансовый менеджмент : учебник / Е.В. Лисицына, Т.В. Ващенко, М.В. Забродина ; под ред. К.В. Екимовой. - М. : ИНФРА-М, 2018. - 184 с. - (Высшее образование: Бакалавриат). Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/952263>
6. ЭБ «Труды ученых СтГАУ»: Финансовый менеджмент [электронный полный текст] : учебник / Л. А. Латышева, Ю. М. Склярова, И. Ю. Скляров, С. В. Фролко, А. Я. Глушко, Л. В. Кулешова, Т. В. Скребцова, С. Ю. Шамрина, Н. В. Собченко, П. В. Нестеренко, Т. Н. Башкатова, Т. Н. Урядова, Е. И. Капустина ; под общ. ред. Л. А. Латышевой ; СтГАУ. - Москва - Ставрополь : Миракль, 2016. - 2,27 МБ.
7. Финансовый менеджмент: учебник / Кириченко Т.Т. - М.: Дашков и К, 2018. - 484 с.: ISBN 978-5-394-01996-8 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/415005>

## **Тема 11: УПРАВЛЕНИЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИМ РИСКОМ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ**

*Целью* является рассмотрение видов финансовых рисков и управление ими в условиях экономической безопасности; основных методов управления финансовыми рисками; проанализировать процедуры и технологии управления финансовыми рисками; а также подвергнуть разбору управления финансовыми рисками государства.

### **План**

1. Виды финансовых рисков и управление ими в условиях экономической безопасности.
2. Методы управления финансовыми рисками.
3. Процедуры и технологии управления финансовыми рисками.
4. Управление финансовыми рисками государства

### **1. Виды финансовых рисков и управление ими в условиях экономической безопасности**

Финансово-экономические риски – это риски, реализация которых приводит к возникновению потерь финансовых ресурсов при принятии экономических решений. Финансово-экономические риски возникли одновременно с появлением денежного обращения и с возникновением различного рода денежных отношений: инвестор-эмитент, кредитор-заемщик, продавец-покупатель, экспортер-импортер и др.

Финансово-экономические риски являются неотъемлемой составляющей предпринимательской деятельности в условиях рынка. Еще Адам Смит, исследуя и анализируя природу предпринимательской прибыли, выделял в структуре дохода такую составляющую, как плата за риск в виде возмещения

возможного убытка, связанного с предпринимательской деятельностью.

Финансово-экономические риски подразделяются на три вида:

- 1) риски, связанные с покупательной способностью денег;
- 2) с вложением капитала;
- 3) с формой организации хозяйственной деятельности.

Риски, связанные с покупательной способностью денег: инфляционный, валютный, риск ликвидности. Инфляционный риск — возможность возникновения потерь в результате обесценивания денег и снижения реальных денежных доходов и прибыли из-за инфляции. Валютный — возможность возникновения потерь у владельца позиции, выраженной в иностранной валюте. Риск ликвидности — возможность возникновения потерь в результате неспособности организации выполнить свои обязательства в оговоренные сроки. Риск ликвидности, с одной стороны, тесно связан с рассогласованием активов и пассивов, а с другой стороны, с потерей возможности (например, из-за общей конъюнктуры рынка) привлечь ресурсы для выполнения текущих обязательств. Риски, связанные с вложением капитала: инвестиционный риск, процентный риск, кредитный риск.

Инвестиционный риск — возможность недополучения запланированной прибыли в ходе реализации инвестиционного проекта. Процентный риск - возможность возникновения потерь у владельца позиции, приносящей проценты. К процентным рискам относится также риск потерь финансово-кредитными организациями (коммерческими банками, кредитными учреждениями, инвестиционными институтами), вызванных превышением процентных ставок по привлекаемым средствам размера ставок по предоставленным кредитам. Кредитный риск - возможность возникновения потерь в результате невыполнения заемщиком или контрагентом своих обязательств в соответствии с оговоренными условиями. Вследствие неоплаты или просроченной оплаты клиентом своих финансовых обязательств кредитор может понести убытки. Кредитному риску подвергается кредитор, кредитозаемщик, поручитель.

Риски, связанные с организацией деятельности: риск коммерческого кредита, оборотный риск, операционный риск. Коммерческий кредит предполагает разрыв во времени между оплатой и поступлением товара, услуги. Коммерческий кредит предоставляется в виде аванса, предварительной оплаты, отсрочки и рассрочки оплаты товаров, работ или услуг. При коммерческом кредите существует риск неполучения товара, услуги при предоплате или авансе либо риск неполучения оплаты при отсрочке и рассрочке оплаты за поставленный товар, услугу. Под оборотным риском понимается возможность возникновения потерь в результате дефицита финансовых ресурсов в течение срока регулярного оборота: при постоянной скорости реализации продукции у предприятия могут возникать разные по скорости обороты финансовых ресурсов. Операционный риск - возможность возникновения потерь в результате несостоятельности внутренних процессов или систем, некомпетентности сотрудников, внешних событий.

Процесс риск-менеджмента (управления риском) - это процесс выработки компромисса, заключающийся в установлении баланса между выгодами от снижения риска и необходимыми для этого затратами, а также принятие решения о том, какие действия предпринять и от совершения каких отказаться.

Оценка риска представляет собой его анализ и качественную, количественную оценку. Анализ риска включает стадии идентификации, описания и измерения. Для идентификации рисков необходим методологический подход, чтобы выявить максимальное число рисков, которым подвержена организация во всех сферах деятельности. Основной целью описания рисков является их представление в определенном формате, подходящем для дальнейшего анализа. Измерение риска может быть количественным, качественным и смешанным в части вероятности наступления события и его возможных последствий. После того как проведен анализ рисков, необходимо провести качественную и количественную оценку рисков в соответствии с критериями, выработанными в организации. Такая

оценка рисков необходима для принятия решения о значимости и допустимости рисков для организации и их воздействия на нее и определения мероприятий по управлению каждым конкретным риском. На следующей стадии составляются отчеты о рисках, выявленных угрозах и возможностях. Отчеты могут быть внутренними и внешними. На основе составленных отчетов принимается решение о допустимости или недопустимости рисков для организации, и разрабатываются мероприятия по управлению конкретными рисками.

## **2. Методы управления финансовыми рисками**

Выделяют три основные стратегии управления риском: избежание, удержание и передача риска. Избежание риска - это один из консервативных способов нейтрализации рисков, подразумевающий отказ от действий, которые могут повлечь существенный риск, к примеру: отказ от проекта с неопределенным спросом или уровнем результатов, продажа рискового актива или уход с рынка. Данный метод ограничен в применении, поскольку приводит к отказу от определенной деятельности, а следовательно, к потере выгоды, связанной с ней.

Удержание риска заключается в принятии риска и самостраховании. Методы удержания риска подразделяются на методы предотвращения, распределения (диссипации) и принятия риска. Методы предотвращения риска и убытков строятся на поиске и использовании полной информации при принятии рискового решения и упреждении рисков, то есть использовании стратегического планирования, прогнозирования, анализа и т.д. Методы диссипации риска предполагают распределение риска в пространстве и во времени. Распределение риска в пространстве базируется на использовании интеграции и диверсификации. Прямая интеграция подразумевает приобретение либо усиление контроля над структурами, которые находятся между компанией и конечным потребителем, например: установление полного



контроля (приобретение в собственность) над дистрибьюторской сетью или розничной торговлей товарами компании. Обратная интеграция подразумевает получение в собственность или установление полного контроля над поставщиками сырья (комплектующих, материалов).

В основном обратная интеграция нацелена на закрепление поставщиков, которые отпускают товары по более низким ценам, чем у конкурентов. Вертикальная интеграция — установление контроля над всеми компаниями, которые обеспечивают производственную цепочку от добычи и (или) производства сырья до точки непосредственной реализации конечному потребителю. Горизонтальная интеграция подразумевает получение в собственность или установление полного контроля над конкурентами, которые производят аналогичную продукцию. Стратегия реализуется путем приобретения компании-конкурента или слияния с ней. Диверсификация — это процесс распределения средств (или видов деятельности) между различными объектами вложения (или направлениями), которые непосредственно не связаны между собой, с целью снизить степень риска и потери доходов. Выделяют 4 вида диверсификации: диверсификацию видов деятельности, рынков сбыта, поставщиков и инвестиций. К методам принятия риска относятся лимитирование, локализация и самострахование. Лимитирование подразумевает создание системы ограничений, соблюдение которых будет уменьшать степень риска. Ограничения могут быть по срокам, структуре, уровню отдачи и др.

Методы локализации риска используются в случаях, когда есть возможность четко идентифицировать риск и источник его возникновения. Выделив наиболее опасные этапы деятельности в обособленные структурные подразделения, можно сделать их более контролируемыми и снизить уровень риска. К методам локализации риска относятся создание венчурных предприятий, специальных структурных подразделений с обособленным балансом, заключение договоров о совместной деятельности для реализации рискованных проектов. В основе самострахования лежит процесс

резервирования. Резервирование средств как способ управления риском основан на формировании специальных фондов за счет собственных средств организации для покрытия возникающих убытков. Самострахование применяется, когда имеется экономическая выгода от его использования по сравнению с другими методами управления риском либо когда другие методы не позволяют обеспечить снижение риска до приемлемого уровня. К преимуществам самострахования можно отнести экономию на страховых премиях, получение дополнительного дохода при отказе от страхования за счет инвестирования сохраненных средств. К недостаткам можно отнести дополнительные организационные затраты, недооценку уровня возможного риска и воздействие инфляции на резервный фонд.

Классические методы передачи риска - страхование, хеджирование, аутсорсинг, гаранты. Самым распространенным методом является страхование. Страхование представляет собой совокупность экономических отношений между его участниками на основе формирования за счет денежных взносов целевого страхового фонда и использования его для возмещения ущерба и выплаты страховых сумм.

Хеджирование - это система мер, позволяющих исключить или ограничить риск финансовых операций в результате неблагоприятных изменений курса валют, цен на товары, процентных ставок и т.д. в будущем. Например, можно хеджировать риск ценовых колебаний, заключив контракт с поставщиком на жестко оговоренных условиях - в отношении будущей цены покупки или количества поставляемого товара. Помимо страхования, существуют и другие виды контрактов, которые не относят обычно к страховым, но они выполняют ту же самую экономическую функцию - обеспечивают компенсацию убытков. Самый распространенный пример - кредитная гарантия или кредитное поручительство, которое страхует кредиторов от убытков, наступающих вследствие несостоятельности заемщиков. Аутсорсинг - передача непрофильных для компании функций другим организациям - часто позволяет не только снизить риски, но и

повысить эффективность деятельности, уменьшить затраты, связанные с самостоятельной реализацией таких функций.

Современный риск-менеджмент подразумевает использование интегрированного подхода к управлению корпоративными рисками, при котором риски процентных ставок, кредитные, рыночные риски и риски ликвидности считаются взаимосвязанными. Объединение корпоративного управления рисками и УАП позволяет оценивать все рискованные факторы, отражающиеся на эффективности работы, и корректировать эффективность деятельности в зависимости от этих рисков.

### **3. Процедуры и технологии управления финансовыми рисками**

Любое решение основывается на информации. Особое значение имеет её качество. Качество принятого решения прямо зависит от качества используемой для этого информации. Поскольку информация стареет быстро, её следует использовать оперативно, оценивая её качество начиная с момента её получения, а не в момент передачи. Используемая в управлении рисками информация, структурно представляет собой набор следующих её видов: статистическая, экономическая, экологическая, коммерческая, финансовая и т.п. Она имеет в себе, например, знание о вероятности того или иного страхового случая, страхового события, о наличии и величине спроса на капитал, на товары, о финансовой устойчивости и платежеспособности своих партнеров, клиентов, конкурентов, о ценах, тарифах и т.п. Информационная система управления риском должна иметь механизм, основанный на блочной структуре системных процедур. Это позволяет в необходимых случаях разделить или кооперировать функции в рассматриваемой сфере.

Процедуры обработки риска необходимо регистрировать. Характеристики риска должны быть выражены в точных терминах и единицах. За исключением очень простых случаев документация должна включать:

- описание целей;

- указание области применения и её характеристик; характеристику функциональной системы, ее частей и функций;
- обзор внешних и внутренних целей, сферы деятельности компании, во взаимосвязи с оцениваемыми ситуацией и системой управления риском;
- описание критериев оценки риска и обоснование соответствующих выводов; описание выявленных недостатков, а также предположения и обоснования принятых гипотез по их устранению;
- методы оценки;
- результаты идентификации риска;
- результаты валидации об использовании имеющихся данных и их источники;
- результаты качественной и количественной оценки риска;
- результаты оценки чувствительности и неопределенности;
- характеристика критериев и факторов, для которых необходим мониторинг;
- акты или протоколы обсуждения результатов; выводы и рекомендации; ссылки на источники.

Если процесс обработки риска является непрерывным в рамках менеджмента риска, то его шаги и результаты должны быть зарегистрированы, так, чтобы их можно было использовать на всех этапах жизненного цикла организации или деятельности. Полученные оценка не могут быть неизменными во времени. Их необходимо актуализировать по мере получения новой информации, а также в случае изменения области применения анализа риска или потребностей процесса управления.

Распределение и закрепление ответственности и полномочий На этом этапе необходимо построить технологическую цепочку, представляя каждую из указанных функций в виде процессов. Так как детализированные операции, из которых складываются бизнес-процессы, за кем-то закреплены, то одновременно с описанием процессов делается еще один важный шаг -

структурная модель трансформируется в процессно-ролевую модель риск – менеджмента организации.

**Мониторинг и повторная оценка риска.** Процесс оценки риска выдвигает на первый план область применения оценки риска, а также другие факторы, которые могут подвергнуться изменениям в течение продолжительного времени. Предполагаемые преимущества оценки риска также могут измениться или корректироваться такие факторы должны быть четко идентифицированы для процессов непрерывного мониторинга и повторной оценки, так чтобы оценка риска могла обновляться по мере необходимости. Данные мониторинга оценки риска должны быть идентифицированы и собраны. Следует проводить мониторинг и регистрацию эффективности методов управления, используемых при анализе риска. Должна быть определена ответственность за оформление и пересмотр соответствующих свидетельств и документации.

**Планирование управления рисками.** В основе планирования рисков лежит тщательный качественный и количественный анализ рисков. В ходе этого процесса осуществляется выбор и назначение лиц ответственных за воздействие на риски, согласно их приоритетам. Операции по воздействию на риски должны соответствовать уровню угроз, быть экономически эффективными, своевременными, реалистичными в контексте принятых рисков, согласованными со всеми участниками проекта. В процессе планирования, необходимо выбрать не только наилучший способ реагирования на риски, но и нескольких запасных вариантов. К важным элементам процесса планирования управления рисками относят: список рисков проекта, расположенных в порядке их рейтингов; перечень угроз, требующих незамедлительного реагирования; перечень угроз, реагирование на которые нуждается в получении дополнительной информации и её анализе; тренды результатов качественной оценке рисков; перечень основных факторов вызывающих риски; перечни рисков, сгруппированные по их категориям;

перечень рисков, имеющих низкий уровень угроз, но за которыми всё же следует вести наблюдение.

Риски рейтингованы по уровням их опасности для бизнеса. Каждый риск оценен с точки зрения его негативного влияния и к нему выбран способ защиты.

В качестве универсального алгоритма управления рисками, можно рекомендовать следующую поэтапную схему:

- оценка финансового состояния компании;
- определение степени угроз; определение зоны (поля) риска;
- SWOT-анализ сильных и слабых сторон компании;
- анализ всех функций компании (производство, маркетинг, финансы, персонал и т.д.) с точки зрения наличия рисков;
- формирование перечня рисков;
- управление рисками текущей финансовой и хозяйственной деятельности;
- управления деловыми рисками на основе управления запасами с применением методов ABC и XYZ анализа;
- снижение делового риска путем управления уровнями дебиторской и кредиторской задолженностей;
- классификация затрат текущей деятельности и выбор метода управления затратами, расчет точки безубыточности;
- оценка эффективности инвестиционных проектов и их финансирование;
- мониторинг, контроль и оценка результатов;
- учёт типовых препятствий, мешающие компаниям минимизировать риски.

Несмотря на хорошо организованное управление рисками и квалифицированный персонал даже успешная организация может проиграть. Это главным образом воздействие, связанное с менталитетом менеджмента

фирмы, а именно: Топ-менеджеры зная о возможных рисках, нередко опасаются даже думать о них, уходят от реальности. Нередко топ-менеджер не в силах отказаться от старых и проверенных продуктов, привычных технологий и процессов и т.д. Иногда это приводит к курьёзам. Например, все игроки на рынке вкладывают деньги в новую технологию, уже ставшую эталоном в отрасли, и только бывший лидер не хочет изменяться.

Формируя отчет о рисках, ответственный менеджер должен последовательно убедиться, что имеющиеся экономические риски не приведут компанию:

- к банкротству компании;
- стабильной финансовой неустойчивости;
- длительной неплатежеспособности;
- эпизодической платежеспособности;
- недостаточной общей ликвидности;
- недостаточной быстрой ликвидности;
- недостаточной абсолютной ликвидности;
- к снижению кредитного потенциала;
- недостатку источников финансирования продвижения товара (рекламы и т.п.);
- недостатку источников финансирования операционной деятельности;
- недостатку источников финансирования стратегически целей;
- сужению рыночного сегмента;
- нерегулируемому сбросу собственниками акций компании;
- устойчивому падению котировок акций на фондовом рынке;
- снижению возможностей инвестировать в инновации;
- снижению возможностей формировать внешнюю финансовую среду (коррупция, лобби...).

Финансовый риск-аналитик должен информировать руководство о существующих рисках, их уровнях и величине и качестве последствий их

реализации. Он должен, в случае невозможности осуществить оценки своими силами, предложить руководству компании пригласить соответствующих консультантов.

#### **4. Управление финансовыми рисками государства**

Государственный финансовый риск-менеджмент как часть государственного финансового менеджмента представляет собой научную методологию и ее практическую реализацию по управлению рисками финансовой деятельности центрального правительства и муниципальных органов власти (узкий подход), а также организаций сектора государственного управления (широкий подход).

Целью управления финансовыми рисками государства является обеспечение его финансовой безопасности, т.е. состояния защищенности финансовой системы, экономики и общества в целом от финансовых рисков посредством минимизации финансовых потерь, убытков государства за счет использования комплекса методов управления рисками, превентивных мероприятий, аналитических процедур, резервных и компенсационных финансовых механизмов, иных подходов.

Объектом управления (управляемой системой) является совокупность финансовых рисков (рисковые вложения капитала, подверженные рискам денежные потоки), а также экономические отношения между субъектами в процессе всех этапов и процедур риск-менеджмента.

Субъектами государственного финансового риск-менеджмента выступают организации, предприятия, структуры сектора государственного управления, финансовая деятельность которых может инициировать финансовые угрозы утраты, снижения, изменения в балансе ресурсной обеспеченности государства, структуре финансовых, в том числе гарантийных, обязательств и финансовых активах.



Главной задачей финансового риск-менеджмента государства являются не столько избежание или снижение рисков (чаще всего это невозможно сделать применительно к государству), сколько предвидение рисков, оценка их возможных последствий и адаптация к ним.

Системный подход к управлению финансовыми рисками государства включает в себя следующие методы и мероприятия:

- идентификацию, классификацию, инвентаризацию и количественную оценку важнейших рисков;
- повышение эффективности, качества и прозрачности ключевых бизнес-процессов государства в финансовой сфере, в частности бюджетного планирования, бюджетного прогнозирования, риски оперативного управления бюджетными потоками, риски бюджетного учета, риски бюджетного контроля;
- формирование резервных фондов;
- определение источников рисков и исследование взаимосвязи между ними;
- определение способов адаптации финансовой системы к рискам;
- профилактику, предупреждение рисков;
- проведение постоянного мониторинга финансовых рисков.

В соответствии с классической методологией риск-менеджмента средствами разрешения финансовых рисков являются избежание риска, предотвращение ущерба, принятие риска и перенос риска. Однако особенности государства и сектора государственного управления как носителей финансовых рисков оказывают решающее влияние на выбор метода воздействия на риск, а также на весь процесс управления рисками. Это означает наличие существенных отличий в системе управления финансовыми рисками от корпоративных структур.

Отличие 1. Система финансового риск-менеджмента корпоративных структур разработана, внедрена в практику управления предприятиями и постоянно совершенствуется по мере появления новых теоретических

концепций, научных исследований в этой области, развития, обновления методов количественной и качественной оценки рисков, возникновения новых видов финансовых рисков и новых условий их реализации во внешней и внутренней деловой среде компаний.

Наука об управлении финансовыми рисками государства и соответствующая методология находятся в начальной стадии становления, не имеют стройной структуры и концептуального построения. Научные и методологические основы представлены научными исследованиями, в том числе в форме диссертаций, статьями, монографиями, отдельными обзорами и докладами международных финансовых организаций, а также научными разработками, составленными по заказу государственных организаций.

Отличие 2. Действующая система финансового риск-менеджмента корпоративных структур (предприятия реального сектора экономики и разного рода финансовых институтов) ориентирована на правовые и нормативные акты, включает в себя официальные методические рекомендации регуляторов, финансовых властей национального и международного уровней. Управление финансовыми рисками государства пока не имеет правовых основ в Российской Федерации, не подкреплено необходимыми законодательными, нормативными, официальными методическими документами. Исключение составляет методика Минфина России по проведению мониторинга качества финансового менеджмента и оценке результатов деятельности главных администраторов средств федерального бюджета, т.е. министерств, ведомств, государственных бюджетных организаций федерального значения. В рамках мониторинга проводится оценка бюджетных рисков.

Вместе с тем термины «финансовые риски государства», «бюджетные риски» и иные понятия из терминологии финансового риск-менеджмента не зафиксированы в федеральных законах, например в БК РФ. Наиболее развита данная терминология в правовых и нормативных документах, регулирующих деятельность финансовых институтов (банков, страховых организаций и иных

финансовых структур). Для этих рыночных субъектов финансовый риск и система управления им - давно устоявшиеся императивы, в значительной степени определяющие не только результаты деятельности, но и деловой статус, взаимоотношения с регулятором.

Зарубежные методики риск-менеджмента, в том числе в сфере общественных финансов, представлены Основными принципами аудита в государственном секторе -ISSAI100, Рекомендациями по стандартам внутреннего контроля в государственном секторе INTOSAI GOV 9100 и другими документами.

В государственной программе «Управление государственными финансами» 2013 г. отмечается необходимость регулярного анализа, оценки рисков бюджетной системы РФ и их использования в бюджетном планировании. Кроме того, в перечне проблем, требующих решения, указывается на ограниченность применения оценки эффективности использования бюджетных средств и качества финансового менеджмента в секторе государственного управления.

Отличие 3. Мероприятия по управлению финансовыми рисками корпоративных структур имеют целью получение прибыли посредством снижения потерь в доходах и обеспечения экономии затрат. Управление финансовыми рисками государства направлено не на получение прибыли, а в первую очередь на защиту финансовых интересов (доходов, заработной платы, социальных пособий и пенсий, финансовых активов, бюджетного финансирования, бюджетных субсидий и т.д.) всего населения и хозяйствующих организаций, финансовой безопасности государства. В связи с этим часто государство принимает риски, не имея возможности воздействовать на них. Особенно это касается рисков внешней среды и глобальных рисков, влияющих не только на конкретную страну, а на все государства и их население. Например, общемировая тенденция старения населения, объективно вызывающая рост социальных расходов бюджетов на пенсии, социальное обеспечение стариков, медицинское обслуживание, а

также снижение мировых цен на сырьевые товары, климатические изменения и природные катастрофы, которые оборачиваются колоссальным денежным ущербом для пострадавшего населения и бюджетов стран. Однако отсутствие возможности воздействия на эти финансовые риски не исключает возможности для государства их предупреждения. Следует подготовиться к ним и обеспечить защиту от них в долгосрочном периоде, например посредством проведения продуманной пенсионной реформы.

В то же время тезис о неприбыльной деятельности государства вовсе не отменяет задачу эффективного управления государственной собственностью, финансовым имуществом с целью обеспечения бюджету дополнительного дохода.

Таким образом, наряду с возможным использованием привычных методов управления финансовыми рисками для государства применяются такие методы, как диверсификация, страхование, лимитирование, резервирование средств, макроэкономическое прогнозирование и долгосрочное бюджетное планирование.

Проверенным методом управления финансовыми рисками является страхование, предполагающее трансферт риска третьему лицу - страховой организации. Примером могут служить распространенные во многих странах мира государственные программы страхования природных катастроф, т.е. катастрофических рисков, в которых государство выступает либо как страховщик, в том числе на условиях государственно-частного партнерства с коммерческими страховщиками, либо как перестраховщик. Примерами могут служить национальные страховые программы, действующие во всех развитых странах мира:

– Национальная программа страхования наводнений, действующая в США (National Flood Insurance Program). Программа обеспечивает страховую помощь при наводнениях любого типа, в том числе и от аварий на гидротехнических сооружениях для возмещения убытков от повреждения имущества, вызванных наводнениями;

- Государственная программа (Фонд) компенсации потерь от стихийных бедствий Испании (Concorso de Compensadon de Seguras). Обеспечивает защиту имущественных рисков граждан, пострадавших от стихийных бедствий в Испании и даже за границей, а также гарантии выплат частных страховщиков в случае их банкротства;
- Государственная программа перестрахования катастрофических рисков (Caisse Centrale de Reassurance) Франции;
- Государственно-коммерческое партнерство в области страхования рисков землетрясений (Государственная перестраховочная компания Japan Earthquake Reinsurance Company). Обеспечивает страховую защиту населения от рисков землетрясений путем государственного перестрахования рисков частных страховщиков.

Управление финансовыми рисками государства осложнено сильной зависимостью от политических факторов и конкретной геополитической ситуации. Политическое противостояние, военные, вооруженные конфликты, национальные, конфессиональные противоречия в современном мире часто выступают факторами, источниками финансовых рисков государств, которые выражаются в денежных потерях бюджетных средств, вынужденных расходах резервных фондов. История государственных финансов знает эпизоды, когда страны, точнее их государи, вынуждены были производить крупные внешние заимствования для финансирования военных расходов. Например, после успешного завоевания Крыма в 1783 г. императрица Екатерина II была вынуждена впервые в России выпустить государственные облигации для выплаты долгов иностранным кредиторам - английским и немецким банкам.

Эффективными методами управления финансовыми рисками мировой рыночной конъюнктуры, возникающими во внешней среде, являются макроэкономическое прогнозирование на длительный период (15 лет и более) и долгосрочное бюджетное планирование (долгосрочная бюджетная стратегия) с учетом рассчитанных прогнозных параметров. В рамках использования этих методов необходимо предусмотреть и оценить

самый неблагоприятный стрессовый сценарий прогноза, определив источники покрытия недобора бюджетных доходов. Обозначенные методы пока только предполагается внедрить в практику бюджетной деятельности в России. Защита от финансовых рисков государства, обусловленных резким падением цен на энергоносители, требует осуществления бюджетной политики сбалансирования обязательств и ожидаемых доходов.

Очевидно, что удлинение до 15 лет периода макроэкономического прогноза и бюджетного планирования является возможным при эффективном использовании системы «Электронный бюджет» со специализированным программным обеспечением для проведения постоянного мониторинга конъюнктурных рисков. Система «Электронный бюджет» предназначена для обеспечения прозрачности, открытости и подотчетности деятельности государственных органов и органов управления государственными внебюджетными фондами, органов местного самоуправления, государственных и муниципальных учреждений, а также для повышения качества их финансового менеджмента за счет формирования единого информационного пространства и применения информационных и телекоммуникационных технологий в сфере управления государственными и муниципальными (общественными) финансами.

Государство при управлении финансовыми рисками вправе использовать метод избежания риска. Например, это целесообразно путем проведения приватизации, т.е. продажи собственности, части активов, если над ними потерян контроль или утрачены механизмы управления ими по причинам кардинального изменения политической ситуации в стране нахождения этих активов. Кроме того, целесообразным считается метод принятия рисков, т.е. покрытие потерь бюджета от воздействия рискообразующих факторов за счет средств резервных фондов, и в отдельных случаях снижение риска методами лимитирования и диверсификации.

Примером лимитирования может служить принятие Правительством РФ в 2012 г. «нового бюджетного правила», касающегося использования

нефтегазовых доходов и процедуры наполнения суверенных резервных фондов - Резервного фонда и Фонда народного благосостояния. После достижения нормативной величины Резервного фонда в размере 7% ВВП дополнительные нефтегазовые доходы могут направляться в Фонд национального благосостояния и на финансирование инфраструктурных и других проектов (но не более 50% дополнительных нефтегазовых доходов). Метод диверсификации имеет место, например, при размещении международных резервов в разные финансовые активы - международные резервные валюты, монетарное золото, СДР в МВФ, а также при формировании инвестиционного портфеля суверенных резервных фондов. Диверсификация позволяет минимизировать риски, распределив их по разным объектам.

Еще одним методом управления рисками государства является самострахование, т.е. формирование финансовых резервов. Это важное направление государственной финансовой политики, особенно для стран, получающих природную ренту в виде валютных доходов бюджета от продажи природного сырья, в частности для Российской Федерации - нефти и газа. Управление рисками СИФов связано с формированием этих резервов и последующим их размещением в активы, т.е. созданием инвестиционного портфеля. Управление рисками СИФов в большинстве стран осуществляется в соответствии с так называемыми Принципами Сантьяго, принятыми МВФ в 2008 г. Руководство (управляющим - внутренним и (или) внешним) СИФа разрабатывает и внедряет инвестиционные стратегию и политику, а также систему риск-менеджмента, которые позволяют осуществлять мониторинг уровня подверженности фонда финансовым рискам, выявлять риски, связанные с его операциями, оценивать и управлять ими в пределах приемлемого уровня риска и доходности.

Важнейшая роль в работе СИФов отведена инвестиционной деятельности. Средства СИФов принято размещать в иностранные активы. Фонд не может выполнять функцию независимого от состояния национальной

экономики резерва, если он будет размещен внутри страны в национальные активы. Накопления резервных фондов размещают в надежные ценные бумаги и иные активы класса не ниже А – суверенные долговые обязательства, акции надежных компаний и недвижимость.

Российские резервные фонды – Резервный фонд, Фонд национального благосостояния – регулируются БК РФ (соответственно ст. 96.9, 96.10), иными официальными правительственными документами, устанавливающими размер фондов в процентах к ВВП, источники поступлений средств и требования по инвестированию средств. Определена валютная структура портфелей обоих фондов: 45% - доллар США, 45% - евро, 10% - фунт стерлингов.

Управление фондами, а значит, управление рисками формирования, расходования, инвестирования, а также возможного истощения в период кризисов осуществляет Банк России, с которым Правительство РФ в лице Федерального казначейства заключает договор банковского счета. Банк России от своего имени инвестирует средства резервных фондов в валютные активы и выплачивает соответствующий доход Федеральному казначейству. В соответствии с введением нового бюджетного правила с 2012 г. были скорректированы режим и объемы поступлений в фонды нефтегазовых доходов.

Наличие финансовых резервов и управление ими сами по себе рассматриваются как элемент государственного риск-менеджмента. С другой стороны, финансовые риски государства связаны с возможностью формирования резервов и эффективностью использования их средств в обычной ситуации и тем более — в условиях кризиса. Риски состоят в отсутствии достаточных бюджетных средств для формирования и поддержания нужного объема резервных фондов, неэффективном инвестировании средств резервов, их нецелевом или сверх установленного лимита использовании.



### **Вопросы для самопроверки**

1. Виды финансовых рисков
2. Управление рисками в условиях экономической безопасности
3. Оценка риска и управление им
4. Методы управления финансовыми рисками
5. Процедуры и технологии управления финансовыми рисками.
6. Хеджирование рисков
7. Управление финансовыми рисками государства
8. Системный подход к управлению финансовыми рисками государства

### **Тесты для контроля самостоятельной работы**

#### 1. Что такое риск?

- разновидность ситуации, объективно содержащая высокую вероятность невозможности осуществления цели
- наличие факторов, при которых результаты действий не являются детерминированными, а степень возможного влияния этих факторов на результаты неизвестна
- следствие действия либо бездействия, в результате которого существует реальная возможность получения неопределенных результатов различного характера

#### 2. Какие потери можно обозначить как трудовые?

- потери рабочего времени
- уменьшение выручки вследствие снижения цен на реализуемую продукцию
- уплата дополнительных налогов
- невыполнение сроков сдачи объекта
- потери материалов
- ущерб здоровью
- потери сырья

- ущерб репутации
- выплата штрафа

### 3. Какие компании называют кэптивными?

- универсальные страховые;
- специализированные страховые;
- ведомственные страховые.

### 4. Какие потери можно считать финансовыми?

- потери ценных бумаг
- потери сырья
- невыполнение сроков сдачи объекта
- выплата штрафа
- уплата дополнительных налогов
- уменьшение выручки вследствие снижения цен на реализуемую продукцию

### 5. Что такое последствия риска?

- скорее положительными
- как положительными, так и отрицательными
- только отрицательными

### 6. Как называются риски, которые практически всегда несут в себе потери?

- критическими
- спекулятивными
- чистыми

### 7. В основе какой из ниже предложенных операции лежит обмен финансовыми активами или обязательствами для улучшения их структуры и снижения возможных потерь:

- своп;

- хеджирование;
- репо.

8. Как называются риски, обусловленные деятельностью самого предприятия и его контактной аудиторией?

- внешними
- внутренними
- чистыми

9. Как называются риски, в результате реализации которых предприятию грозит потеря прибыли?

- катастрофическими
- критическими
- допустимыми

10. Чем измеряется величина или степень риска?

- средним ожидаемым значение
- изменчивостью возможного результата
- оба варианта верны

11. В чем состоит социально-экономическая функция риска?

- в том, что в процессе рыночной деятельности риск и конкуренция позволяет выделить социальные группы эффективных собственников в общественных классах, а в экономике – отрасли деятельности, в которых риск приемлем
- в том, что реализация риска может обеспечить дополнительную по сравнению с плановой прибыль в случае благоприятного исхода
- оба варианта верны

12. Выберите метод оценки риска, который реализуется путем введения поправки на риск или путем учета вероятности возникновения денежных

потоков?

- построение дерева решений
- метод сценариев
- учет рисков при расчете чистой приведенной стоимости
- анализ чувствительности
- вероятностный метод
- имитационное моделирование

13. Выберите метод оценки риска, который используется в ситуациях, когда принимаемые решения сильно зависят от принятых ранее и определяют сценарии дальнейшего развития событий?

- имитационное моделирование
- вероятностный метод
- учет рисков при расчете чистой приведенной стоимости
- построение дерева решений
- анализ чувствительности
- метод сценариев

14. Выберите метод оценки риска, который представляет собой серию численных экспериментов, призванных получить эмпирические оценки степени влияния различных факторов на некоторые зависящие от них результаты?

- учет рисков при расчете чистой приведенной стоимости
- анализ чувствительности
- построение дерева решений
- вероятностный метод
- метод сценариев
- имитационное моделирование

15. Каким образом можно учитывать риск при расчете чистой приведенной стоимости?

- в знаменателе формулы NPV посредством корректировки ставки дисконта
- комбинация формул NPV посредством корректировки чистых денежных потоков
- все варианты верны
- в числителе формулы NPV посредством корректировки чистых денежных потоков

16. Субъект управления в риск-менеджменте:

- специальная группа людей, которая посредством различных приемов и способов управленческого воздействия осуществляет управление рисками
- все варианты верны
- риск, рискованные вложения капитала и экономические отношения между хозяйствующими субъектами

17. Объект управления в риск-менеджменте:

- риск, рискованные вложения капитала и экономические отношения между хозяйствующими субъектами
- все варианты верны
- специальная группа людей, которая посредством различных приемов и способов управленческого воздействия осуществляет управление рисками

18. «Деятельность любой организации всегда сопровождается рисками, присутствующими в ее внешней или внутренней среде» включает в себя смысл:

- закона неизбежности риска
- закона сочетания потенциальных потерь и выгод
- закона прямой зависимости между степенью риска и уровнем планируемых доходов

19. «Практически в любых ситуациях риска потенциальная возможность потерь или убытков сочетается с потенциальной возможностью получения дополнительных доходов» включает в себя смысл:

- закона прямой зависимости между степенью риска и уровнем планируемых доходов
- закона неизбежности риска
- закона сочетания потенциальных потерь и выгод

20. «Чем выше степень риска при осуществлении хозяйственной операции, тем выше уровень планируемых от этой операции доходов» включает в себя смысл:

- закона прямой зависимости между степенью риска и уровнем планируемых доходов
- закона неизбежности риска
- закона сочетания потенциальных потерь и выгод

21. Прогнозирование внешней обстановки относится к:

- методы компенсации рисков
- методы уклонения от рисков
- методы локализации рисков
- методы диверсификации рисков

22. Распределение риска по этапам работы относится к:

- методы локализации рисков
- методы компенсации рисков
- методы уклонения от рисков
- методы диверсификации рисков

## Литература

1. Городнова, Н. В. Государственный риск-менеджмент: учебное пособие. - Екатеринбург: УрФУ. 2016 - 108 с.
2. Пименов, Н. А. Управление финансовыми рисками в системе экономической безопасности : учебник и практикум / Н. А. Пименов ; под общ. ред. В. И. Авдийского. - М. : Издательство Юрайт, 2016. - 413 с.
3. Риск-менеджмент. Методы оценки риска : учебное пособие / В. М. Картвелишвили, О. А. Свиридова. – Москва : ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г. В. Плеханова», 2017. – 120 с.
4. Ромашова, И. Б. Финансовый менеджмент. Основные темы. Деловые игры / И.Б. Ромашова. - М.: КноРус, 2019. - 336 с.
5. Солодов А.К. Основы финансового риск-менеджмента: учебник и учебное пособие // Солодов А.К. – М.: Издание Александра К. Солодова // Технический редактор Солодова Е.А.; корректор Нейц Е.А. // 2018 – 24,0 п.л., 286 стр., тираж 500 экз., типография «MasterPrint», заказ № 1370, подписано в печать 16.06.2018г // электронная сетевая книга// 4,0МБ.
6. ЭБС «Znaniium»: Финансовый менеджмент : учебник / Е.В. Лисицына, Т.В. Ващенко, М.В. Забродина ; под ред. К.В. Екимовой. - М. : ИНФРА-М, 2018. - 184 с. - (Высшее образование: Бакалавриат). Режим доступа: <http://znaniium.com/catalog/product/952263>
7. ЭБ «Труды ученых СтГАУ»: Финансовый менеджмент [электронный полный текст] : учебник / Л. А. Латышева, Ю. М. Складорова, И. Ю. Складоров, С. В. Фролко, А. Я. Глушко, Л. В. Кулешова, Т. В. Скребцова, С. Ю. Шамрина, Н. В. Собченко, П. В. Нестеренко, Т. Н. Башкатова, Т. Н. Урядова, Е. И. Капустина ; под общ. ред. Л. А. Латышевой ; СтГАУ. - Москва - Ставрополь : Миракль, 2016. - 2,27 МБ.
8. Финансовый менеджмент: учебник / Кириченко Т.Т. - М.: Дашков и К, 2018. - 484 с.: ISBN 978-5-394-01996-8 - Режим доступа: <http://znaniium.com/catalog/product/415005>

## **Тема 12: ИНСТРУМЕНТЫ ХЕДЖИРОВАНИЯ РЫНОЧНОГО И СПЕЦИФИЧЕСКОГО РИСКОВ ОРГАНИЗАЦИИ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ**

*Целью* является рассмотрение процесса хеджирования валютного риска и процентного риска; идентификация хеджирования риска изменения цены товара; процедура хеджирования кредитного риска; а также анализ тенденций развития мирового рынка деривативов: спрос предприятий реального сектора на производные финансовые инструменты.

### **План**

1. Хеджирование валютного риска.
2. Хеджирование процентного риска.
3. Хеджирование риска изменения цены товара.
4. Хеджирование кредитного риска.
5. Тенденции развития мирового рынка деривативов: спрос предприятий реального сектора на производные финансовые инструменты

### **1. Хеджирование валютного риска**

**Хеджирование** - это способ защиты от риска, связанного с неопределенностью изменения будущей цены какого-либо актива на основе использования срочных контрактов. Большинство существующих сегодня срочных контрактов/деривативов или производных финансовых инструментов направлено на хеджирование рыночного риска (валютные, процентные и товарные деривативы), однако рынок постепенно развивает и инструменты хеджирования специфического риска (кредитные деривативы), хотя и в значительно меньшей степени.

**Валютный риск** представляет собой возможность денежных потерь в результате колебаний валютных курсов. В условиях плавающих обменных



курсов каждая операция предприятия, ведущая к притоку или оттоку средств в иностранной валюте, порождает валютный риск, так как обменный курс валюты заранее не известен. Предприятие, не хеджирующее валютный риск, будет иметь очень изменчивый от периода к периоду финансовый результат и рассматриваться клиентами и кредиторами как высоко рискованное.

Определение величины валютного риска предприятия предполагает выявление его валютной позиции. **Валютная позиция предприятия** - это количество валюты, которое оно получит или обязано будет уплатить, в определенный срок. Существует несколько основных видов валютной позиции:

- на наличном рынке,
- на срочном рынке,
- глобальная или общая валютная позиция.

Для их оценки необходимо составить книгу срочных платежей, куда следует внести все доходы и расходы компании в валюте в зависимости от их срочности. Глобальная валютная позиция, равная сумме всех таких потоков отражает общий уровень валютного риска предприятия.

Финансовые рынки предоставляют широкий набор производных инструментов для управления валютным риском: форварды, свопы, фьючерсы, биржевые и внебиржевые опционы, сложные комбинированные конструкции (коллары, свопционы) и т.д. Данные проведенные в последнее десятилетие многочисленных академических исследований показывают абсолютное предпочтение большинством корпоративных пользователей внебиржевых деривативов для управления валютным риском, а именно форвардных контрактов, опционов и свопов. Рассмотрим подробнее эти финансовые инструменты.

Впервые валютные фьючерсные контракты были созданы Чикагской Торговой Биржей (точнее ее подразделением International Monetary Market of The Chicago Mercantile Exchange) в 1972 году. Сегодня IMM сохраняет бесспорное лидерство по операциям с валютными фьючерсами, однако, были

организованы и другие торговые площадки для подобных контрактов. Сегодня крупнейшими из них являются: New York Futures Exchange, The London International Financial Futures and Options Exchange (Euronext.LIFFE), Singapore International Monetary Exchange.

**Валютный фьючерс** - это срочный контракт, стороны которого обязуются продать или купить определенное количество валюты на заранее определенную дату в будущем по установленному соглашением курсу обмена. Определение фьючерса идентично определению форвардного контракта с той лишь разницей, что фьючерсы обращаются на организованном рынке, во вполне определенном месте и под надзором контрольных органов (regulatory agencies).

Механизм хеджирования валютного риска с помощью фьючерсного контракта идентичен хеджированию с помощью форвардного соглашения. Принципиальная разница между этими двумя способами защиты заключается в том, что в отличие от форвардных соглашений, фьючерсы подлежат ежедневной переоценке в соответствии с условиями рынка и предполагают расчеты по требованиям о внесении дополнительной маржи. В общем случае совокупные требования по дополнительной марже и размер гарантийного депозита, требуемый банком, продавцом форвардного контракта приблизительно совпадают. Однако, гарантийный депозит по форварду вносится единожды в момент заключения соглашения, в то время как требования о внесении дополнительной маржи (margin calls) разбросаны во времени и непредсказуемы, что увеличивает риск краткосрочной ликвидности компании.

Для формирования защиты от валютного риска с помощью фьючерсных/форвардных контрактов необходимо ответить на следующие вопросы:

- направление хеджирования,
- количество покупаемых/продаваемых контрактов,
- дата исполнения контракта,

- базисный актив контракта.

А. Направление хеджирования. Наиболее удобен для иллюстрации направления хеджирования матричный подход, условно отображающий прибыль или убыток компании в зависимости от изменения курса хеджируемой валюты на наличном рынке.

В. Количество покупаемых/продаваемых контрактов. В простейшем случае число открываемых позиций определяется путем деления хеджируемой суммы на количество актива в одном фьючерсном контракте. В таком случае, при однонаправленном движении цен на спотовом и фьючерсном рынках, потеря цены на одном из них будет компенсирована прибылью на другом. Однако на практике изменение цена актива на спот рынке не всегда совпадает по величине и направлению с изменением фьючерсной цены. Такое несоответствие цен называется базисным риском. С целью нивелировать базисный риск рассчитывают коэффициент хеджирования.

С. Дата исполнения контракта. Во избежание базисного риска идеальным является выбор контрактов, срок жизни которых совпадает с периодом хеджирования. Если риск захеджирован более длительными по сроку контрактами, чем того требует хеджируемая позиция, то неопределенность в отношении стоимости хеджируемого актива остается благодаря базисному риску. Напротив, вполне приемлемо хеджирование фьючерсами, срок исполнения которых наступает раньше даты платежа по хеджируемой операции, так как в таком случае стоимость актива на дату исполнения фьючерсного контракта известна заранее и риск относится лишь к стоимости фьючерсов, необходимых для возобновления защиты.

Д. Базисный актив контракта. Строго говоря, выбираемый фьючерс, должен иметь в качестве базисного тот же актив, что и актив, подлежащий хеджированию. В противном случае возникает риск ценовой корреляции между базисными инструментами вследствие перекрестного хеджирования (cross hedging). Однако, если все же пришлось хеджировать позицию в аргентинских песо фьючерсами на доллар, необходимо определить

оптимальный коэффициент хеджирования с помощью уже рассмотренного уравнения регрессии.

Сегодня, хеджирование валютного риска происходит преимущественно на внебиржевом рынке, где валютный форвард вместе с валютным свопом (который может рассматриваться как корзина форвардных контрактов) занимает главенствующее место (65% OTC рынка валютных деривативов). Банками-лидерами в предоставлении внебиржевых валютных свопов и опционов для корпоративных клиентов в 2004 году стали: CityBank, Royal Bank of Scotland, Bank of America, JP Morgan Chase и Deutsche Bank.

## **2. Хеджирование процентного риска.**

Каждый экономический субъект, располагающий активами/пассивами с фиксированной/плавающей процентной ставкой или прогнозирующий их приобретение подвержен процентному риску. **Процентный риск** (interest rate risk) это риск обесценения активов или доходов предприятия вследствие изменения уровня рыночных процентных ставок. Характер процентного риска меняется в зависимости от того, к какому типу активов, пассивов или операций он относится.

А. *Капитальный процентный риск* (capital interest rate risk) это риск неблагоприятного воздействия процентных ставок на стоимость активов или обязательств компании. Так, например, понижение процентных ставок вызывает повышение стоимости долга компании и как следствие сокращение размера капитала (реализуемое в случае погашения долга). Аналогичное движение процентных ставок оказывает противоположное воздействие на стоимость активов. Здесь потеря капитала вызывается повышением ставок, так как стоимость вложений, рассматриваемая как сумма приведенных стоимостей генерируемых ими денежных потоков, уменьшается под воздействием роста ставки дисконта, вызванного повышением ставок. Стоимость активов или пассивов предприятия, доход по которым

определяется с использованием плавающих процентных ставок, не меняется при изменении рыночных условий, так как ставка расчета дохода и ставка дисконта эволюционируют в одном направлении.

В. *Риск дохода* (revenue interest rate risk) представляет собой риск сокращения доходов/увеличения расходов в результате колебаний процентных ставок. Риск того, что сумма расходов по кредиту, взятому под фиксированный процент, окажется более высокой, чем в случае кредита под плавающий процент, или наоборот.

В управлении процентным риском компании нефинансового сектора делают акцент на внебиржевых инструментах. Эти инструменты представлены форвардными соглашениями на срок (forward-forward agreement), соглашениями о гарантированной процентной ставке (forward rate agreement), свопами (swaps) и опционами. Первые два из названных инструментов близки по экономическому содержанию: они позволяют сегодня зафиксировать ставку будущей денежной операции. Характер операции своп отличается тем, что дает возможность не зафиксировать, а изменить ставку по будущему долгосрочному обязательству или активу.

### **3. Хеджирование риска изменения цены товара**

Наличие *риска изменения цены товара* вытекает из самой сути рынка. Чем большую долю в прибыли предприятия или в издержках производства составляет выручка/затраты на сырье, тем выше риск, которому подвергается компания. Чем больше амплитуда колебаний цен на сырьевой товар и чем менее она предсказуема, тем выше возможность крупных потерь или выигрышей при продаже или покупке товара в будущем.

К известным группам хеджируемых товаров сегодня можно отнести:

- Сельскохозяйственные и лесные материалы: зерновые культуры (пшеница, кукуруза, ячмень, рожь и т.д.); масличные культуры (соевые бобы); пищевкусовые товары (кофе, сахар, какао-бобы и т.д.); текстильное сырье

(хлопок, шерсть, шелк, пряжа и т.д.); продукцию животноводства и живой скот, лес и пиломатериалы и т.д.

- Цветные и драгоценные металлы: алюминий, медь, цинк, никель и т.д.; золото, серебро, платина, палладий и т.д.

- Энергоносители: сырая нефть и продукты ее переработки (бензин, дизельное топливо, мазут и т.д.); природный газ. Использование производителями и потребителями сырья финансовых инструментов управления риском на сырьевых рынках отражает желание обеспечить себе защиту от неблагоприятных колебаний цен, а в некоторых случаях еще и получить в свое распоряжение краткосрочные финансовые ресурсы. В целях хеджирования финансовые инструменты управления риском в торговле сырьевыми товарами используются, прежде всего, торговыми фирмами и маркетинговыми подразделениями крупных фирм-производителей и потребителей сырья, а также фирм, перерабатывающих сырье.

Выбрать, какой из инструментов использовать (форвардный, фьючерсный или опционный контракт; биржевой или внебиржевой), достаточно трудно. Внебиржевой товарный рынок «непрозрачен» в отношении ценовой информации; на нем всегда существует риск, что другая сторона по контракту не выполнит свои обязательства. И наоборот, информация о биржевых ценах легко доступна, а выполнение контрактов гарантируется расчетной палатой. Использование различных инструментов управления риском не является взаимоисключающим. Выбор конкретных их видов и сочетаний зависит от стратегии хеджирования.

#### **4. Хеджирование кредитного риска**

**Кредитный риск** - это риск, связанный с неспособностью либо нежеланием партнера отвечать по всем или части своих обязательств в определенный срок. Кредитный риск имеет два основных источника происхождения: риск банкротства дебитора (должника) и страновой риск.

#### *А. Природа кредитного риска.*

Коммерческий риск (риск банкротства дебитора) - риск отказа со стороны дебитора погасить основную сумму долга и процентов по ней в результате неудовлетворительного финансового состояния последнего.

Страновой риск - риск отказа отвечать по своим долговым обязательствам со стороны Правительства страны контрагента.

Страновой риск может быть результатом любого из следующих четырех рисков:

- риск валютных ограничений - риск государственных ограничений на перевод средств зарубеж или конвертируемость национальной валюты.

- суверенный риск - риск отказа обслуживать государственный долг со стороны страны, экономика которой недостаточно сильна для генерации средств на его погашение.

- системный риск - риск цепного банкротства многих предприятий страны в результате общенационального ухудшения экономической ситуации.

- политический риск - риск любых серьезных изменений в экономико-политической жизни страны, способных повлиять на взаиморасчеты с иностранными государствами, как то войны, забастовки, революции и т.д.

*В. Составляющие кредитного риска.* На практике кредитный риск может вызвать потери еще до наступления банкротства должника, а именно в результате элементарного увеличения вероятности этого самого банкротства. По этой причине кредитный риск принято делить на две составные части: риск собственно банкротства и риск ухудшения кредитного рейтинга заемщика.

*Риск банкротства* - риск абсолютного отказа в обслуживании долга или не полного (и/или не в установленный срок) погашения обязательств дебитором. Риск ухудшения кредитного рейтинга заемщика проистекает из увеличения вероятности банкротства дебитора и выражается в обесценении торговой или финансовой дебиторской задолженности.

Оценка дебиторской задолженности, как и стоимости любого актива, обычно осуществляется на основе дисконтированной к сегодняшнему

моменту ее фактической суммы. Причем в качестве коэффициента дисконтирования выступает безрисковая ставка заимствования, увеличенная на размер премии, служащей для компенсации кредитного риска. Эта премия, называемая кредитной маржей, находится в прямой зависимости от вероятности банкротства, в результате чего сегодняшняя стоимость кредиторской задолженности падает при ее увеличении. Две составляющие кредитного риска прочно связаны между собой, так как риск банкротства это фактически экстремальное проявление риска ухудшения рейтинга дебитора.

Впервые термин кредитные деривативы (credit derivative) появился в 1992 году. Он обозначает производный финансовый инструмент, базисным активом которого выступает ссуда, размер платежей по которой зависит от качества кредитного рейтинга и/или вероятности банкротства дебитора. Этот новый класс производных инструментов появился на внебиржевом рынке с целью нивелировать недостатки традиционно используемых в хеджировании кредитного риска инструментов. Впервые введенные в обращение американскими банками, эти инструменты претерпели впоследствии стремительное развитие, так уже в 2001 году мировой рынок кредитных деривативов составлял около \$1189 млрд. Крупнейшим финансовым центром, где сегодня торгуются эти контракты выступает Лондон, опережая Нью-Йорк и азиатские торговые площадки. Наиболее часто используемым базисным активом выступают облигации, реже банковские ссуды. Основная инновация, присущая кредитным деривативам состоит в отделении кредитного риска, от прочих рисков, присущих конкретному активу, в частности рассмотренного нами процентного риска.

Традиционно выделяют два класса кредитных деривативов:

- деривативы, основанные на вероятности банкротства дебитора (default derivatives),
- деривативы, основанные на кредитной марже (credit spread derivatives).



## **5. Тенденции развития мирового рынка деривативов: спрос предприятий реального сектора на производные финансовые инструменты**

Мировой рынок производных инструментов (деривативов, срочных контрактов) существует более 150 лет. Он стал развиваться особенно быстрыми темпами с начала 70-х годов XX века после либерализации мировой финансовой системы и перехода к плавающим валютным курсам. Будучи первоначально исключительно биржевым, рынок деривативов с введением финансовых инструментов стал развиваться в двух формах: биржевого и внебиржевого (ОТС) рынков. Основными тенденциями конца XX века на рынке деривативов стали:

- Глобализация рынков и связанное с ней обострение конкуренции и изменений структуры бирж;
- Существенный рост рынков (за последние 10 лет объем торгов вырос в 5 раз минимум);
- Расширение спектра торгуемых инструментов и изменение их относительной роли, а так же существенное расширение состава участников
- Либерализация регулирования;
- Применение новых технологий и переход к системам электронной торговли.

Соотношение биржевого и внебиржевого секторов рынка производных инструментов характеризуется в настоящее время (по данным BIS) следующими факторами:

- Преобладание в целом внебиржевого рынка над биржевым;
- Доминирование валютных контрактов в обороте внебиржевого рынка (основной тип контрактов краткосрочные валютные свопы).

Доминирование процентных контрактов на биржевом рынке (основной тип контрактов фьючерсы и опционы на государственные облигации и депозитные ставки). На внебиржевом рынке практически отсутствует

вторичный рынок заключенных контрактов. Контракты завершаются либо по истечению, либо путем заключения контракта с противоположными условиями. Основной оборот достигается благодаря заключению новых контрактов, в то время как на биржевом рынке заключенные контракты многократно перепродаются, обеспечивая основной оборот.

Биржевой и внебиржевой рынки имеют сходный состав участников и являются двумя частями единого целого, поскольку они выполняют одну и ту же важнейшую экономическую функцию перераспределение финансовых рисков между субъектами экономики. Стандартные биржевые контракты. Мировой рынок стандартных контрактов находится в постоянном и активном развитии с начала 70-х годов, когда в практику торговли начали активно внедряться производные финансовые и фондовые активы. По итогам 2016 года объем торгов биржевыми финансовыми контрактами составил 85% от общего объема торгов и лишь 15% пришлось на торги производными инструментами на товарные активы.

*Фьючерсные контракты.* Объем торгов фьючерсными контрактами имеет тенденцию к росту в секторе инструментов на финансовые активы. В особенности это касается фьючерсных контрактов на финансовые индексы, которые в связи с бурным ростом фондового рынка все больше используются институциональными инвесторами для хеджирования своих фондовых портфелей.

В тоже время объем торгов товарными фьючерсами остается в последние годы весьма стабильным и колеблется на уровне порядка 300 млн.долл. в год, что объясняется относительно невысокими темпами роста сырьевых и сельскохозяйственных отраслей, стабильностью состава хозяйствующих субъектов на товарных рынках. В настоящее время доминирующую роль на рынке играют контракты на процентные долговые инструменты, в основном государственные облигации и краткосрочные процентные ставки.

В странах с развитой экономикой подобные инструменты используются большинством субъектов экономики для целей финансового планирования национальной и международной деятельности.

Весьма заметным фактом является снижение объемов торгов валютными фьючерсами. Их доля неуклонно снижается и составляет по итогам 2016 года лишь 2%. Эта тенденция в основном объясняется переориентацией институциональных участников валютного рынка на внебиржевые инструменты хеджирования валютных рисков, а так же существенным сокращением торгуемых инструментов в связи с введением евро.

*Опционные контракты.* Опционы более сложные и одновременно предоставляющие большие возможности по сравнению с фьючерсами финансовые инструменты, постепенно завоевывают все большую популярность. Если в 1996 году объем торговли опционами (в контрактах) составлял примерно 1/3, то по итогам 2016 года доля опционов составила уже примерно 2/3 от общего объема торгов.

Наиболее стремительно растет торговля опционами на фондовые активы, в особенности на фондовый индекс и акции. Подобного бурного роста не наблюдается ни в одном другом секторе биржевого рынка стандартных контрактов. Причинами этого являются стремительное развитие фондового рынка и приход на него благодаря развитию Интернета и дисконтных брокерских услуг большого количества мелких инвесторов, которые либо хеджируют свои небольшие фондовые портфели опционами на акции, либо занимаются спекуляцией с использованием опционов на акции при минимальных вложениях средств.

Институциональные инвесторы все больше используют опционы для реализации сложных инвестиционных стратегий. При наличии развитого рынка опционов на акции практически отсутствует соответствующий рынок фьючерсных контрактов на акции. Этот факт на первый взгляд кажется странным, поскольку опционы являются более сложными финансовыми

инструментами и пока в целом уступают фьючерсам по объему торгов. Однако у данного факта, помимо законодательных ограничений (США), есть вполне рыночные причины. Институциональные инвесторы не используют фьючерсы для хеджирования своих широко диверсифицированных фондовых портфелей (используются фьючерсы на фондовые индексы) ввиду необходимости проведения большого числа транзакций с большими совокупными издержками. Препятствием для использования фьючерсного контракта на акции индивидуальными инвесторами является неограниченный риск фьючерсного контракта без покрытия, а так же обязательность исполнения контракта.

Введение евро в 1999 году существенным образом перекроило инфраструктуру не только европейского, но и мирового биржевого рынка деривативов. С одной стороны, сошли на нет контракты на валюты корзины евро, с другой стороны, произошла концентрация активности на ведущих инструментах биржевого рынка, появились новые инструменты, основанные в основном на евро и фондовых индексах. Существенно выросли объемы торгов по контрактам на нефть, газ и отдельные металлы. Традиционно стабильными были торги по сельскохозяйственным культурам.

Важнейшей особенностью основных финансовых инструментов на развитых рынках является то, что в подавляющем большинстве случаев они основаны на национальных базовых активах и обеспечивают потребности национального риск-менеджмента. Прямых конкурентов национальным инструментам на зарубежных биржах практически нет.

*Участники рынка.* Производные инструменты в настоящее время используются широким кругом участников рынка, а именно:

- Индивидуальными инвесторами, для которых инструменты рынка деривативов, в частности опционы, привлекательны из-за малого объема требуемых инвестиций.

- Институциональными инвесторами для хеджирования рыночных портфелей и альтернативных денежному рынку вложений капитала.

- Государственными финансовыми учреждениями с целью хеджирования вложений.

- Банками и другими финансовыми учреждениями для стратегического рискменеджмента, хеджирования и спекуляций.

- Инвестиционными фондами для увеличения эффективности вложений.

- Хедж-фондами для увеличения дохода путем использования инструментов с «плечом» и с высоким потенциальным доходом.

- Трейдерами по ценным бумагам для получения дополнительной информации о рынках базовых активов.

- Компаниями нефинансового сектора в рамках политики рискменеджмента.

В целом все участники рынка выступают либо хеджерами, снижающими рыночный риск своих вложений за счет других участников, либо спекулянтами и арбитражерами. Биржевой рынок деривативов в среднем на 70% является хеджевым.

*Раскрытие информации об операциях с деривативами.* Несколько лет назад американские регуляторы потребовали постоянного раскрытия информации об использовании деривативов компаниями в своих политиках по управлению рисками, немецкие компании такого требования не имеют и, тем не менее, добровольно предоставляют данные. В дополнение к этому многие американские и немецкие компании регулярно переоценивают стоимости инструментов в их пользовании.

Для переоценки инструментов в большей части фирмы прибегают к услугам дилеров по производным, официальным рыночным котировкам и внутренним системам. При этом немецкие фирмы реже прибегают к услугам дилеров и чаще пользуются рыночными котировками и внутренними системами. Это объясняется тем, что немецкие фирмы являются более частыми пользователями менее сложных, чаще стандартизированных контрактов, причем переоценка контрактов немецкими фирмами производится чаще (еженедельно), чем американскими (ежемесячно, ежеквартально.)

В оценке деривативов чаще всего всеми компаниями используются методы такие как VAR, стресс тестирование и анализ чувствительности. В целом использование разных инструментов, техник, политик определяется по данным исследования в большей степени особенностями фирмы, нежели страновыми параметрами, в то время как количество хеджирующих компаний зависит именно от странового фактора.

### **Вопросы для самопроверки**

1. Валютная позиция предприятия
2. Валютный фьючерс
3. Хеджирование валютного риска
4. Хеджирование процентного риска
5. Капитальный процентный риск
6. Хеджирование риска изменения цены товара.
7. Хеджирование кредитного риска.
8. Риск банкротства
9. Тенденции развития мирового рынка деривативов
- 10.Спрос предприятий реального сектора на производные финансовые инструменты
- 11.Раскрытие информации об операциях с деривативами

### **Тесты для контроля самостоятельной работы**

1. Заключение договоров о совместной деятельности для реализации рискованных проектов относится к:
  - методы диверсификации рисков
  - методы уклонения от рисков
  - методы компенсации рисков
  - методы локализации рисков

2. Обучение и инструктирование персонала относится к:

- методы уклонения от рисков
- методы компенсации рисков
- методы диверсификации рисков
- методы локализации рисков

3. Распределение ответственности между участниками проекта относится к:

- методы диверсификации рисков
- методы компенсации рисков
- методы локализации рисков
- методы уклонения от рисков

4. Увольнение некомпетентных сотрудников относится к:

- методы локализации рисков
- методы диверсификации рисков
- методы уклонения от рисков
- методы компенсации рисков

3. Создание системы резервов относится к:

- методы уклонения от рисков
- методы диверсификации рисков
- методы компенсации рисков
- методы локализации рисков

4. Создание специальных инновационных подразделений относится к:

- методы локализации рисков
- методы диверсификации рисков
- методы компенсации рисков
- методы уклонения от рисков

5. Распределение инвестиций в разных отраслях и сферах деятельности относится к:

- методы диверсификации рисков
- методы локализации рисков
- методы компенсации рисков
- методы уклонения от рисков

6. Хеджирование в условиях сужающегося базиса в нормальном рынке выгодно при

- Продаже фьючерсов
- Покупке фьючерсов
- Не выгодно в любом случае

7. Короткое хеджирование в перевернутом рынке при падении цен базисного актива выгодно

- В любом случае
- Если базис расширяется
- Если базис сужается
- Невыгодно в любом случае

8. В условиях стабильного базиса хеджирование

- Абсолютно эффективно
- Приносит дополнительную прибыль
- Приносит дополнительные расходы

9. В целях хеджирования короткой позиции наличного рынка необходимо

- Купить опцион call
- Продать опцион call
- Купить опцион put
- Продать опцион put



10. В целях хеджирования длинной позиции наличного рынка необходимо

- Купить опцион call
- Продать опцион call
- Купить опцион put

11. Текущая стоимость опциона call растёт, если

- опцион уходит глубже «в деньги»
- опцион уходит «из денег»

12. Текущая стоимость опциона put падает при

- росте цены его базисного актива
- падении его базисного актива

13. При падении цен на рынке корпоративных акций при прочих равных условиях доходности на рынке гособлигаций:

- Растут
- Падают
- Нейтральны

14. Текущие доходности облигаций и процентные кредитного рынка растут вместе с:

- Ростом кредитных спрэдов CDS
- Падением кредитных спрэдов CDS

15. Внесение первоначальной маржи (гарантийного обеспечения) на фьючерсном рынке необходимо

- Для страхования открытых позиций от нежелательной динамики цен
- Для комиссионного вознаграждения брокера
- Для начального открытия фьючерсной позиции

- Для поддержания убыточной фьючерсной позиции

16. От чего зависит величина своп-пунктов по валютным свопам

- от валютного спот-курса
- от форвардного валютного курса
- от процентных ставок по валютам
- от тренда валютного курса

17. Хеджирование ценового риска по сельхозтоварам климатическими индексами это стратегия

- обычного хеджа
- динамического хеджа
- перекрестного хеджа
- долгосрочного хеджа

18. К методам управления валютным риском можно отнести:

лимитирование

защитные оговорки

хеджирование

стоп-лоссы

диверсификацию валютного портфеля

19. Необходимо ли хеджировать риски падения евро-рубль

- при стабильности бивалютной корзины Банка России
- Необходимо
- Необходимо, если инструменты хеджирования ликвидны

20. Риск ликвидности представляет собой:

- Опасность потери стабильности финансового положения из-за низкой доли собственного капитала в общей сумме используемых финансовых средств;

- Риск временных потерь и потерь первоначальной стоимости при превращении активов в наличные денежные средства;
- Риск неспособности фирмы покрывать свои финансовые обязательства своими активами.

21. Оценка риска потери платежеспособности основана на:

- Анализе и сопоставлении групп активов и пассивов баланса, сформированных по степени риска;
- Оценке собственных и заемных средств предприятия;
- Оценке оборотных средств и источников их формирования.

22. Коэффициент риска, шкалы риска и системы нормативов относятся к:

- Абсолютным показателям риска;
- Относительным показателям риска;
- Статистическим показателям риска.

23. Величина коэффициента риска в пределах от 0,3 до 0,6 характеризует:

- Минимальный уровень риска;
- Допустимый уровень риска;
- Высокий уровень риска;
- Недопустимый уровень риска.

24. Ситуация, когда информация о рисковом событии существует в виде частоты (вероятности) его появления, называется:

- Ситуацией определенности;
- Ситуацией риска (частичной неопределенности);
- Ситуацией неопределенности.

25. Статистический показатель оценки риска, характеризующий отклонение крайних значений результата от среднего, называется:

- Дисперсией;
- Размахом вариации;
- Средним квадратическим отклонением.

26. Дисперсия как мера риска результата представляет собой:

- Отношение среднего квадратического отклонения к среднему ожидаемому значению, что характеризует количество риска на единицу доходности;
- Средневзвешенную величину из квадратных отклонений действительных результатов от средних ожидаемых, что характеризует разброс результатов относительно среднего;
- Средневзвешенное произведение всех возможных значений результатов на вероятности их возникновения.

### **Литература**

1. Пименов, Н. А. Управление финансовыми рисками в системе экономической безопасности : учебник и практикум / Н. А. Пименов ; под общ. ред. В. И. Авдийского. - М. : Издательство Юрайт, 2016. - 413 с.
2. Риск-менеджмент. Методы оценки риска : учебное пособие / В. М. Картвелишвили, О. А. Свиридова. – Москва : ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г. В. Плеханова», 2017. – 120 с.
3. Солодов А.К. Основы финансового риск-менеджмента: учебник и учебное пособие // Солодов А.К. – М.: Издание Александра К. Солодова // Технический редактор Солодова Е.А.; корректор Нейц Е.А. // 2018 – 24,0 п.л., 286 стр., тираж 500 экз., типография «MasterPrint», заказ № 1370, подписано в печать 16.06.2018г // электронная сетевая книга// 4,0МБ.
4. ЭБС «Znanium»: Финансовый менеджмент : учебник / Е.В. Лисицына, Т.В. Ващенко, М.В. Забродина ; под ред. К.В. Екимовой. - М. : ИНФРА-М, 2018. - 184 с. - (Высшее образование: Бакалавриат). Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/952263>

5. ЭБС «Znanium» Риск-менеджмент - основа устойчивости бизнеса : учеб. пособие /А. Н. Ряховская, О. Г. Крюкова, М. О. Кузнецова; под ред. О. Г. Крюковой. - М.: Магистр: ИНФРА-М, 2018. - 256с. - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/975577>

6. ЭБ «Труды ученых СтГАУ»: Финансовый менеджмент [электронный полный текст] : учебник / Л. А. Латышева, Ю. М. Склярова, И. Ю. Скляров, С. В. Фролко, А. Я. Глушко, Л. В. Кулешова, Т. В. Скребцова, С. Ю. Шамрина, Н. В. Собченко, П. В. Нестеренко, Т. Н. Башкатова, Т. Н. Урядова, Е. И. Капустина ; под общ. ред. Л. А. Латышевой ; СтГАУ. - Москва - Ставрополь : Миракль, 2016. - 2,27 МБ.

7. Финансовый менеджмент: учебник / Кириченко Т.Т. - М.: Дашков и К, 2018. - 484 с.: ISBN 978-5-394-01996-8 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/415005>

## ГЛОССАРИЙ

### А

**АВТОКРЕДИТ** – кредит для физических лиц на покупку транспортного средства (легкового автомобиля, грузового автомобиля, автобуса и других видов личного транспорта) с одновременным его использованием в качестве залога.

**АННУИТЕТЫ** - серия равновеликих платежей, получаемых или выплачиваемых через равные периоды времени в течение определенного срока. Различают обычный аннуитет, при котором выплаты производятся в конце каждого периода времени, и авансовый аннуитет, платежи по которому осуществляются в начале каждого периода времени.

### Б

**БАЗИСНЫЙ РИСК** возникает при использовании различных видов процентных ставок для привлечения и размещения средств. Базисный риск обусловлен появлением асимметрии в движении процентных ставок или сокращением процентной маржи между ставками привлечения и размещения средств, а также непропорциональным изменением ставок процентов двух финансовых инструментов, использующихся для взаимного хеджирования.

**БЛАГО** – это предмет, явление, продукт труда, удовлетворяющий ту или иную потребность и отвечающий интересам, целям, устремлениям людей.

**БАНКОВСКАЯ ССУДА** - денежные средства банка, предоставленные в кредит с уплатой процента.

**БАНКОВСКАЯ СТАВКА** - размер платы банку за пользование денежной ссудой, выраженный в процентах.

**БИЗНЕС РИСК (ДЕЛОВОЙ РИСК)** – это риск, который компания несет добровольно с целью создания конкурентных преимуществ и увеличения стоимости акционерного капитала.

**БЮРО КРЕДИТНЫХ ИСТОРИЙ** - Юридическое лицо, осуществляющее в соответствии с законом исключительную деятельность

по получению информации из источников формирования кредитных историй, по формированию, хранению и обработке кредитных историй, а также по предоставлению кредитных отчетов по запросу пользователей кредитных историй.

## **В**

**ВАЛЮТА КРЕДИТА** – валюта, в которой на условиях договора между партнерами сделки предоставляется кредит.

**ВАЛЮТНЫЙ РИСК** – это вероятностный показатель возможных потерь, являющихся результатом отрицательного изменения стоимости активов в связи с изменением курса одной валюты по отношению к другой.

**ВЕРОЯТНОСТЬ** – математический признак, означающий возможность рассчитать частоту наступления события при наличии достаточного количества статистических данных. Вот почему риск нельзя определять только через вероятность (вероятность – признак риска) и тем более через неопределенность (отсутствующую возможность определить вероятность исхода события).

**ВНЕШНИЙ КРЕДИТНЫЙ РИСК** – это риск контрагента, обусловленный вероятностью объявления им дефолта и потенциальных потерь в случае наступления дефолта. Этот вид риска связан с оценкой платежеспособности, надежности и финансовой устойчивости.

**ВНУТРЕННИЙ КРЕДИТНЫЙ РИСК** – это риск кредитного продукта, обусловленный вероятностью потерь по нему вследствие невыполнения контрагентом своих контрактных обязательств.

## **Д**

**ДИВЕРСИФИКАЦИЯ** – это размещение финансовых средств в более чем один вид активов, цены или доходности которых слабо коррелированы между собой.

**ДИФФЕРЕНЦИРОВАННЫЙ ПЛАТЕЖ** - это ежемесячный платеж, уменьшающийся к концу срока кредитования, и состоит из выплачиваемой

постоянной доли основного долга и процентов на невыплаченный остаток кредита

**ДОЛГОСРОЧНЫЙ КРЕДИТ**- кредит, предоставляемый на срок свыше года и используемый в основном в качестве инвестиционного капитала.

### 3

**ЗАЕМЩИК** - 1. Лицо или предприятие, которому выдается ссуда.  
2. Получатель кредита, займа, принимающий на себя обязательство, гарантирующий возвращение полученных средств, оплату предоставленного кредита.

**ЗАЛОГОВАЯ СТОИМОСТЬ** - стоимость актива, обеспечивающего ипотечный кредит, которую кредитор надеется получить от продажи на рынке данного актива в случае неплатежеспособности заемщика. Она служит верхним пределом ссуды, которая предоставляется под залог актива.

### И

**ИНДИВИДУАЛЬНЫЙ РИСК** – это риск изменения мнения участников рынка о платежеспособности предприятия и соответствующего пересмотра отношений с ним.

**ИПОТЕКА** – система целевого кредитования для покупки жилой недвижимости (квартиры или дома), в которой покупаемая недвижимость становится предметом залога

**ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КРЕДИТ** – это долгосрочный целевой заем, выдаваемый под конкретную инвестиционную программу.

**ИНВЕСТИЦИОННЫЙ РИСК** – возможность недополучения запланированной прибыли в ходе реализации инвестиционного проекта.

**ИНСТРУМЕНТ ХЕДЖИРОВАНИЯ** выбирается таким образом, чтобы неблагоприятные изменения цены хеджируемого актива или связанных с ним денежных потоков компенсировались изменением соответствующих параметров хеджирующего инструмента.



**ИНТЕГРИРОВАННЫЙ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТ** – это процесс определения, оценки и контроля эффекта внутренних и внешних факторов, которые могут негативно повлиять на стоимость компании.

## **К**

**КОЛЛЕКТОРСКОЕ АГЕНТСТВО** – агентство, профессионально специализирующееся на взыскании просроченной дебиторской задолженности и проблемной задолженности, а также бизнес, целью которого является способствование производству платежей по задолженностям физических и юридических лиц.

**КРЕДИТ** - предоставление денежных средств на определенных условиях (срок, процент, использование, величина и др.); обязательства, действующие в установленный договором срок (кредит доверия); количество баллов, предоставляемых для регулирования деятельности (кредит оценки в обучении).

**КРЕДИТ НА ОБРАЗОВАНИЕ** – это разновидность потребительского кредита, которая предоставляется заемщику для оплаты обучения (своего или своих родных).

**КРЕДИТНАЯ ИСТОРИЯ** - это информация, характеризующая исполнение заемщиком принятых на себя обязательств по кредитным договорам.

**КРЕДИТНЫЙ КАЛЬКУЛЯТОР** – применяется, для сравнения различных типов займов и получения нужной информации не прибегая к помощи банковских специалистов.

**КРЕДИТНЫЙ РИСК** - вероятность того, что заемщик не выполнит своих обязательств перед кредитором в соответствии с первоначальными условиями кредитного соглашения.

**КРЕДИТНЫЙ РИСК** – это вероятность потерь вследствие неспособности предприятия выполнить свои контрактные обязательства. Последствия невыполнения этих обязательств измеряются суммой восстановленных денежных средств и дефолтом другой части.

**КРЕДИТОР** - физическое или юридическое лицо, предоставляющее ссуду дебитору и имеющее право требовать от дебитора ее возврата или исполнения других обязательств. Кредитор – в гражданском праве – сторона в обязательстве, которая имеет право требовать от другой стороны (должника) исполнение обязанности – совершить определенное действие: передать имущество, выполнить работу, уплатить деньги и т.п., либо воздержаться от определенных действий. В двусторонних договорах кредиторами являются обе стороны.

**КРЕДИТОСПОСОБНОСТЬ** – совокупность материальных и финансовых возможностей получения кредита и его предельная сумма, определяемые способностью заемщика возратить кредит в срок и в полной сумме.

## Л

**ЛИЗИНГ** - сдача в аренду предметов длительного пользования - зданий, машин, компьютеров и др. Реализуется договором об аренде, который определяет сроки и размер арендной платы, обязательства по поддержанию имущества в исправном состоянии, порядок возвращения и другие права и обязанности сторон.

## М

**МАТЕРИАЛЬНЫЕ БЛАГА** – категория экономической теории, представляющая собой блага имущественного характера. Имущество – широкое понятие, которое включает в себя вещи или их совокупности (ч.2 ст.15 ГК), деньги и ценные бумаги (ч.1 ст.302, ч.1 ст.307 ГК РФ), имущественные права (ст.18 ГК), имущественные обязанности (ч.2 ст.63 ГК РФ).

## Н

**НЕУПРАВЛЯЕМЫЕ РИСКИ** – это макроэкономические и политические риски, а также риски, связанные с экономическим развитием контрагентов предприятия.

## О

**ОБЩИЙ РЫНОЧНЫЙ РИСК** подразумевает рассмотрение каждого рынка в отдельности, т.е. каждый вид риска измеряется индивидуально без учета взаимосвязи между различными рынками и рисками.

**ОВЕРДРАФТ** – кредит, полученный путем выписки чека или платежного поручения на сумму, превышающую остаток средств на счете. Кредит по овердрафту оговаривается при открытии счета и не может превышать фиксированной суммы.

**ОПЕРАЦИОННЫЙ ВАЛЮТНЫЙ РИСК** представляет собой влияние изменения валютного курса на кредиторскую и дебиторскую задолженность предприятия.

## II

**ПОКУПКА МАТЕРИАЛЬНЫХ БЛАГ В РАССРОЧКУ** - способ оплаты товаров или услуг, при котором платёж производится не в полной сумме их стоимости, а по частям.

**ПОЛЕЗНОСТЬ** - субъективная ценность, которую потребитель придает определенному объекту. В оценке она определяется возможностями и способами использования объекта, обуславливающими величину и сроки получаемого дохода и других выгод.

**ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ КРЕДИТ** - кредит, предоставляемый физическим лицам для приобретения в рассрочку предметов личного потребления. По форме погашения различают потребительский кредит с разовым погашением и потребительские кредиты с рассрочкой платежа.

**ПРИНЯТИЕ РИСКА** означает оставление всего или части риска за предпринимателем, т. е. на его ответственности. В этом случае предприниматель принимает решение о покрытии возможных потерь в результате свершения рискованного события за счет собственных средств (например, самострахование).

**ПРОСТОЙ ПРОЦЕНТ** – процент, получаемый только на основную (первоначальную) денежную сумму, но не на начисленные проценты.

**ПРОСРОЧЕННЫЙ КРЕДИТ** – кредит, не возвращенный кредитору в срок.

**ПРОЦЕНТНЫЙ РИСК** – это вероятностный показатель возможных потерь, являющихся результатом изменений процентных ставок или стоимости процентных активов.

**ПРОЦЕНТНЫЙ РИСК** – возможность возникновения потерь у владельца позиции, приносящей проценты. К процентным рискам относится также риск потерь финансово-кредитными организациями (коммерческими банками, кредитными учреждениями, инвестиционными институтами), вызванных превышением процентных ставок по привлекаемым средствам размера ставок по предоставленным кредитам.

**ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА** – плата за кредит в процентном выражении к сумме кредита в расчете на определенный период времени: год, месяц и т.д. Процентные ставки зависят от количества денег в обращении, спроса на заемные средства, политики правительства, оценки кредитором риска невозвращения займа, периода займа и курса национальной валюты. Различают долгосрочные, среднесрочные, краткосрочные, фиксированные и плавающие процентные ставки.

**ПРОЦЕСС РИСК-МЕНЕДЖМЕНТА (УПРАВЛЕНИЯ РИСКОМ)** – это процесс выработки компромисса, заключающийся в установлении баланса между выгодами от снижения риска и необходимыми для этого затратами, а также принятие решения о том, какие действия предпринять и от совершения каких отказаться.

## Р

**РАЗУМНЫЕ ПОТРЕБНОСТИ** – индивидуальные потребности, имеющие положительное социальное и личностное значение, рационально и нравственно оправданные потребности, социально санкционированные виды потребностей и способы их удовлетворения. Разумность потребностей означает не их ограничение, а особую структуру, содействующую развитию личности.

**РЕГУЛЯТИВНО-ПОЛИТИЧЕСКИЙ РИСК** определяется политической ситуацией в стране и деятельностью государства. К нему можно отнести: невозможность осуществления хозяйственной деятельности вследствие военных действий, революций, обострения внутривнутриполитической ситуации в стране; введение моратория на внешние платежи; неблагоприятное изменение налогового законодательства и пр.

**РЕФИНАНСИРОВАНИЕ** – привлечение кредитными организациями дешёвых краткосрочных межбанковских ссуд или кредитов центрального банка для обеспечения выданных банком кредитов. Чтобы выдать кредит, необходимо обладать соответствующим финансовым ресурсом. Обычно эту роль играют депозиты. В случае нехватки или сокращения ресурсной базы (часть депозитов забрали), чтобы не прибегать к досрочному разрыву кредитных договоров, нужно срочно привлечь новый ресурс взамен выбывшему.

**РИСК** - опасность недополучения ожидаемых доходов или появления непредвиденных расходов.

**РИСК** – экономическая категория, представляющая собой возможность совершения события, которое может повлечь за собой три экономических результата: отрицательный (ущерб, убыток), нулевой и положительный (выгода, прибыль).

**РИСК БАЛАНСОВОЙ ЛИКВИДНОСТИ** представляет собой вероятность потерь, связанных с невозможностью выполнения контрактных обязательств контрагентом в связи с временным отсутствием ликвидных активов или денежных средств.

**РИСК БАНКРОТСТВА** - риск абсолютного отказа в обслуживании долга или не полного (и/или не в установленный срок) погашения обязательств дебитором. Риск ухудшения кредитного рейтинга заемщика проистекает из увеличения вероятности банкротства дебитора и выражается в обесценении торговой или финансовой дебиторской задолженности.

**РИСК ДЕФОЛТА** – это неисполнение контрагентом в силу неспособности своих контрактных обязательств в срок и (или) в полном объеме.

**РИСК ИЗМЕНЕНИЯ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ** представляет собой риск изменений уклона и формы кривой доходности, которые могут неблагоприятно повлиять на доходы предприятия и его экономическую стоимость.

**РИСК ЗАВЕРШЕНИЯ ОПЕРАЦИИ** – это риск невыполнения контрагентом своих контрактных обязательств в срок либо выполнения с опозданием.

**РИСК КОНТРАГЕНТА** – это риск невыполнения контрагентом своих контрактных обязательств.

**РИСК КОНЦЕНТРАЦИИ** – это риск несбалансированного распределения средств между различными отраслями экономики, регионами и контрагентами.

**РИСК ЛИКВИДНОСТИ** представляет собой снижение уровня ликвидности оборотных активов, порождающее разбалансированность денежных потоков предприятия во времени.

**РИСК НЕВЫПЛАТЫ ОСНОВНОЙ СУММЫ ДОЛГА И ПРОЦЕНТОВ ПО НЕМУ** – это риск невозврата общей суммы долга и невыплаты процентов при наступлении срока погашения задолженности.

**РИСК ОБЕСПЕЧЕНИЯ** – это риск потерь, связанных со снижением рыночной стоимости обеспечения ссуды, невозможности вступления в права владения залогом.

**РИСК РАСЧЕТОВ** – это риск потерь, связанных с неполучением денежных средств в момент осуществления расчета по сделке из-за дефолта или недостатка ликвидных активов у контрагента.

**РИСК РЫНОЧНОЙ ЛИКВИДНОСТИ** представляет собой вероятность потерь, связанных с отсутствием возможности покупки или продажи определенных активов в определенном объеме за достаточно

короткий период времени по приемлемой рыночной стоимости в связи с ухудшением деловой активности и конъюнктуры рынка.

**РИСКИ СЛУЧАЙНЫХ НЕБЛАГОПРИЯТНЫХ СОБЫТИЙ** можно отнести на счет других негативных событий, лежащих вне сферы контроля предприятия.

**РИСК СТИХИЙНОГО БЕДСТВИЯ** связан с проявлением стихийных сил природы (землетрясения, наводнения, бури, пожары, эпидемии).

**РИСК УБЫТКА ИЛИ УМЕНЬШЕНИЯ ПРИБЫЛИ** возникает при составлении консолидированных отчетов многонациональной корпорации и ее иностранных дочерних компаний.

**РЫНОЧНЫЙ РИСК** – это риск возможных потерь по открытым позициям в результате негативной динамики рыночных факторов. Он характеризуется возможностью отрицательного изменения стоимости активов в результате колебаний процентных ставок, курсов валют, цен акций и товарных контрактов.

## С

**САМОСТРАХОВАНИЕ** представляет собой децентрализованную форму, создание натуральных и денежных страховых фондов непосредственно в хозяйствующих субъектах, особенно в тех, чья деятельность подвержена риску; основная задача самострахования заключается в оперативном преодолении временных затруднений финансово-коммерческой деятельности.

**СИСТЕМА ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ** - совокупность отношений, обеспечивающая прохождение финансового потока от инвестора на вторичном рынке ипотечных ценных бумаг к заемщику на первичном рынке ипотечных кредитов.

**СИСТЕМНЫЙ РИСК** – это риск невыполнения предприятием своих контрактных обязательств вследствие отсутствия денежных средств в расчетных системах банков, замораживания денежных средств на проблемных банковских счетах или задержки перевода денежных средств контрагентом.

**СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ, ИЛИ ФИНАНСОВОГО РИСК-МЕНЕДЖМЕНТА**, представляет собой комплекс мероприятий, направленных на выявление, определение всех видов финансовых рисков, которым подвергается предприятие в процессе своей хозяйственной деятельности, осуществление их количественной оценки и определение способов по их управлению и минимизации.

**СЛОЖНЫЙ ПРОЦЕНТ (БУДУЩАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕЖНОЙ ЕДИНИЦЫ)** – одна из шести функций сложного процента, позволяющих определить коэффициент для расчета будущей стоимости известной текущей денежной суммы по технике сложного процента. Процент начисляется как на первоначальную сумму, так и на ранее рассчитанные невыплаченные проценты, которые присоединяются к первоначальной сумме.

**СРОК ПОГАШЕНИЯ КРЕДИТА** – время, в течение которого происходит выплата основного долга, процентов и комиссий, начисленных по кредиту.

**СТРАНОВОЙ РИСК** – это риск возможной задержки, сокращения или полного отказа от уплаты процентных платежей и (или) основной суммы долга по причинам, связанным со страной заемщика, в которой он зарегистрирован как юридическое лицо и (или) осуществляет свою основную деятельность.

**СТРАТЕГИЯ УПРАВЛЕНИЯ РИСКОМ** подразумевает направления и способы использования средств для достижения поставленной цели.

**СТРАХОВАНИЕ** – защита имущественных интересов хозяйствующих субъектов и граждан при наступлении определенных событий (страховых случаев) за счет денежных фондов, формируемых из уплачиваемых ими страховых взносов.

## Т

**ТАКТИКА УПРАВЛЕНИЯ РИСКОМ** – практические методы и приемы менеджмента для достижения поставленной цели в конкретных условиях.



**ТЕХНИЧЕСКИЙ РИСК** – это риск несбалансированной структуры движения денежных средств.

**ТОВАРНЫЙ РИСК** – это вероятностный показатель возможных потерь, являющихся результатом изменения стоимости товаров на товарных рынках. Товарный риск возникает вследствие неблагоприятного изменения конъюнктуры рынка товаров, в том числе выступающих базовым активом производных финансовых инструментов.

**ТРАНСЛЯЦИОННЫЙ ВАЛЮТНЫЙ РИСК** возникает при переоценке валютных счетов или операций в национальную валюту.

**ТРЕЙД-ИН** это система покупки, при которой покупатель сдаёт продавцу свой старый, подержанный автомобиль или сельскохозяйственную технику, и получает за это скидку на покупку нового.

## У

**УПРАВЛЯЕМЫЕ РИСКИ** связаны с деятельностью конкретного предприятия, его стратегией поведения на рынке и внутрикорпоративной координацией процессов.

**УПРАВЛЕНИЕ РИСКОМ** можно охарактеризовать как совокупность методов, приемов и мероприятий, позволяющих в определенной степени прогнозировать наступление рискованных событий и принимать меры к исключению или снижению отрицательных последствий наступления таких событий.

## Ф

**ФИНАНСОВЫЙ РИСК** подразумевает возможность как отрицательного отклонения результатов финансово-хозяйственной деятельности от запланированного значения, так и положительного. Финансовый риск – динамическое явление, меняющее свой количественный уровень на разных стадиях функционирования предприятия под влиянием воздействия внешних и внутренних факторов.

**ФИНАНСОВЫЙ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТ** можно назвать инструментом стратегического управления и оптимизации деятельности

предприятия с учетом эффективного распределения капитала в условиях риска.

**ФИНАНСОВЫЙ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТ** – это непрерывный динамический процесс, осуществляемый на постоянной основе на уровне всего предприятия для принятия стратегического решения по дальнейшей деятельности в целях обеспечения выживаемости в условиях конкуренции, повышения рыночной стоимости и поддержания стабильности функционирования предприятия.

**ФОНДОВЫЙ РИСК** – это вероятностный показатель возможных потерь, являющихся результатом изменения стоимости акций.

## Х

**ХЕДЖИРОВАНИЕ** представляет собой форму страхования от возможных потерь путем заключения уравнивающей сделки (переноса риска изменения цены с одного лица на другое). Хеджирование предназначено для снижения возможных потерь вложений вследствие рыночного риска и, реже, кредитного риска.

**ХЕДЖИРОВАНИЕ** - это способ защиты от риска, связанного с неопределенностью изменения будущей цены какого-либо актива на основе использования срочных контрактов.

## Э

**ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РИСК** возникает, если компания планирует в перспективе проводить торговые операции. Экономический риск является долгосрочным и потенциально наиболее опасным проявлением риска, связанного с иностранными валютами.

**ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ВАЛЮТНЫЙ РИСК** выражается в неблагоприятном воздействии изменений валютного курса на экономическое положение страны в долгосрочном плане или на экономическое положение предприятия.

## Ю

**ЮРИДИЧЕСКИЕ РИСКИ** – это риски потерь, связанных с тем, что законодательство или не было учтено вообще, или изменилось в период сделки; риск несоответствия законодательств разных стран; риск некорректно составленной документации, в результате чего контрагент в состоянии не выполнять условия договора и пр.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Инвестиции / Склярова Ю.М., Скляров И.Ю., Латышева Л.А. - Ростов-на-Дону, 2015.
2. Бахрамов, Ю. М. Финансовый менеджмент / Ю.М. Бахрамов, В.В. Глухов. - М.: Питер, 2019. - 496 с.
3. Брейли, Ричард Принципы корпоративных финансов. Подарочное издание / Ричард Брейли , Майерс Стюарт. - М.: Олимп-Бизнес, 2018. - 978 с.
4. Варламова, Т. П. Финансовый менеджмент / Т.П. Варламова, М.А. Варламова. - М.: Дашков и Ко, 2020. - 304 с.
5. Воронина, М. В. Финансовый менеджмент : учебник для бакалавров / М. В. Воронина. - 2-е изд., стер. - Москва : Издательско-торговая корпорация «Дашков и К<sup>о</sup>», 2020. - 384 с.- ISBN 978-5-394-03552-4.
6. Когденко, В.Г. Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент / В.Г. Когденко. - М.: Юнити-Дана, 2018. - 549 с.
7. Морошкин, В. А. Практикум по финансовому менеджменту. Технология финансовых расчетов с процентами / В.А. Морошкин, А.Л. Ломакин. - М.: Финансы и статистика, Инфра-М, 2019. - 120 с.
8. Пименов, Н. А. Управление финансовыми рисками в системе экономической безопасности : учебник и практикум / Н. А. Пименов ; под общ. ред. В. И. Авдийского. — М. : Издательство Юрайт, 2016. - 413 с
9. Риск-менеджмент. Методы оценки риска : учебное пособие / В. М. Картвелишвили, О. А. Свиридова. – Москва : ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г. В. Плеханова», 2017. – 120 с.
10. Ромашова, И. Б. Финансовый менеджмент. Основные темы. Деловые игры / И.Б. Ромашова. - М.: КноРус, 2019. - 336 с.
11. Солодов А.К. Основы финансового риск-менеджмента: учебник и учебное пособие // Солодов А.К. – М.: Издание Александра К. Солодова // Технический редактор Солодова Е.А.; корректор Нейц Е.А. // 2018 – 24,0 п.л.,

286 стр., тираж 500 экз., типография «MasterPrint», заказ № 1370, подписано в печать 16.06.2018г // электронная сетевая книга// 4,0МБ.

12. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник. / Под ред. Е.С. Стояновой. - 4-изд., перераб. и доп. - М.: Перспектива, 2009,- 656 с.

13. ЭБС «Znanium» Риск-менеджмент - основа устойчивости бизнеса : учеб. пособие /А. Н. Ряховская, О. Г. Крюкова, М. О. Кузнецова; под ред. О. Г. Крюковой. - М.: Магистр: ИНФРА-М, 2018. - 256с. - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/975577>

14. ЭБС «Znanium»: Финансовый менеджмент : учебник / Е.В. Лисицына, Т.В. Ващенко, М.В. Забродина ; под ред. К.В. Екимовой. - М. : ИНФРА-М, 2018. - 184 с. - (Высшее образование: Бакалавриат). Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/952263>

15. Финансовый менеджмент: учебник / Кириченко Т.Т. - М.: Дашков и К, 2018. - 484 с.: ISBN 978-5-394-01996-8 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/415005>

16. ЭБ «Труды ученых СтГАУ»: Финансовый менеджмент [электронный полный текст] : учебник / Л. А. Латышева, Ю. М. Складорова, И. Ю. Складоров, С. В. Фролко, А. Я. Глушко, Л. В. Кулешова, Т. В. Скребцова, С. Ю. Шамрина, Н. В. Собченко, П. В. Нестеренко, Т. А. Башкатова, Т. Н. Урядова, Е. И. Капустина ; под общ. ред. Л. А. Латышевой ; СтГАУ. - Москва - Ставрополь : Миракль, 2016. - 2,27 МБ.

17. Экономист (периодическое издание)

18. Российский экономический журнал (периодическое издание)

19. Финансы (периодическое издание)

20. Финансы и кредит (периодическое издание)

## СОДЕРЖАНИЕ

	Введение	3
<b>1</b>	<b>Сущность и классификация финансовых рисков при угрозе экономической безопасности</b>	<b>5</b>
1.1	Система финансовых рисков	5
1.2	Кредитный риск	10
1.3	Риск ликвидности	16
1.4	Рыночный риск.	21
1.5	Общие подходы к управлению финансовыми рисками	30
	Вопросы для самопроверки	35
	Тесты для контроля самостоятельной работы	35
	Литература	38
<b>2.</b>	<b>Понятие экономического риска предприятия и сущность риск-менеджмента</b>	<b>40</b>
2.1	Понятие экономического риска и его место в системе финансов предприятия	40
2.2	Понятие риск-менеджмента: влияние хеджирования на стоимость компании	46
2.3	Риск-менеджмент компании: интегрированная система управления риском	59
	Вопросы для самопроверки	68
	Тесты для контроля самостоятельной работы	68
	Литература	71
<b>3.</b>	<b>Терминология и базовые показатели финансового менеджмента</b>	<b>72</b>
3.1	Принципы, цели и задачи финансового менеджмента	72
3.2	Базовые показатели финансового менеджмента	78
3.3	Регулирование экономической рентабельности	82
3.4	Концепции финансового менеджмента	84
	Вопросы для самопроверки	91
	Тесты для контроля самостоятельной работы	91
	Литература	93
<b>4.</b>	<b>Эффект финансового и операционного рычагов и оценка совокупного риска</b>	<b>95</b>
4.1	Первый способ расчета эффекта финансового рычага	95
4.2	Второй способ расчета эффекта финансового рычага	100
4.3	Классификация затрат предприятия и сила воздействия операционного рычага	103
4.4	Расчет порога рентабельности и запаса финансовой прочности	106
4.5	Взаимодействие финансового и операционного рычагов и оценка совокупного риска	109
	Вопросы для самопроверки	111
	Тесты для контроля самостоятельной работы	111
	Литература	116

5.	<b>Управление денежными потоками организации</b>	118
5.1	Основные понятия, связанные с движением денежных потоков	118
5.2	Классификация и методы измерения денежных потоков	121
5.3	Анализ потока денежных средств	124
5.4	Прогнозирование денежных потоков	129
	Вопросы для самопроверки	135
	Тесты для контроля самостоятельной работы	135
	Литература	139
6.	<b>Комплексное оперативное управление оборотными активами и краткосрочными обязательствами организации</b>	140
6.1	Чистый оборотный капитал и текущие финансовые потребности организации	140
6.2	Ускорение оборачиваемости оборотных средств – способ снижения текущих финансовых потребностей	144
6.3	Выбор политики комплексного оперативного управления текущими активами и текущими пассивами	147
6.4	Анализ и управление дебиторской задолженностью	149
	Вопросы для самопроверки	155
	Тесты для контроля самостоятельной работы	155
	Литература	160
7.	<b>Управление структурой капитала, стоимость капитала</b>	161
7.1	Капитал: сущность, трактовки	161
7.2	Управление собственным капиталом	167
7.3	Управление заемным капиталом	175
7.4	Лизинг как источник финансирования	199
7.5	Теории структуры и стоимости капитала	208
	Вопросы для самопроверки	215
	Тесты для контроля самостоятельной работы	215
	Литература	221
8.	<b>Дивидендная политика на предприятиях</b>	222
8.1	Дивидендная политика и ее влияние на рыночную стоимость предприятия	222
8.2	Источники и формы для выплаты дивидендов	228
8.3	Ограничения для выплаты дивидендов	230
	Вопросы для самопроверки	234
	Тесты для контроля самостоятельной работы	234
	Литература	239
9.	<b>Финансовое планирование и прогнозирование в условиях экономической безопасности</b>	241
9.1	Сущность и содержание финансового планирования	241
9.2	Методология финансового планирования в условиях экономической безопасности	247
9.3	Финансовые прогнозы, программы, концепции, планы и бюджеты в условиях экономической безопасности	257

9.4	Задачи идентификации и прогнозирования рисков в предпринимательской деятельности	261
	Вопросы для самопроверки	270
	Тесты для контроля самостоятельной работы	271
	Литература	276
10.	<b>Управление инвестициями</b>	277
10.1	Сущность инвестиционных решений	277
10.2	Понятие инвестиционного проекта	287
10.3	Критерии эффективности инвестиционных проектов	292
10.4	Особенности рисков, возникающих на финансовых рынках: инвестиционный риск	297
	Вопросы для самопроверки	301
	Тесты для контроля самостоятельной работы	302
	Литература	308
11.	<b>Управление предпринимательским риском в условиях экономической безопасности</b>	309
11.1	Виды финансовых рисков и управление ими в условиях экономической безопасности	309
11.2	Методы управления финансовыми рисками	312
11.3	Процедуры и технологии управления финансовыми рисками	315
11.4	Управление финансовыми рисками государства	320
	Вопросы для самопроверки	329
	Тесты для контроля самостоятельной работы	329
	Литература	334
12.	<b>Инструменты хеджирования рыночного и специфического рисков организации в условиях экономической безопасности</b>	336
12.1	Хеджирование валютного риска	336
12.2	Хеджирование процентного риска	340
12.3	Хеджирование риска изменения цены товара	341
12.4	Хеджирование кредитного риска	342
12.5	Тенденции развития мирового рынка деривативов: спрос предприятий реального сектора на производные финансовые инструменты	345
	Вопросы для самопроверки	350
	Тесты для контроля самостоятельной работы	350
	Литература	356
	<b>Глоссарий</b>	358

---

Подписано в печать 30.03.2021.

Формат 60x84<sup>1</sup>/<sub>16</sub>. Бумага офсетная. Гарнитура «Times New Roman».

Усл. печ. л. 21,86. Тираж 300 экз. Заказ № 85/1.

Отпечатано с готового оригинал-макета в типографии издательско-полиграфического  
комплекса СтГАУ «АГРУС», г. Ставрополь, ул. Пушкина, 15. Тел. 35-06-94.