

Министерство образования и науки Российской Федерации  
Тольяттинский государственный университет  
Институт финансов, экономики и управления  
Кафедра «Финансы и кредит»

**А.А. Курилова, К.Ю. Курилов**

# **ФИНАНСОВЫЙ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТ**

**Электронное учебное пособие**



© ФГБОУ ВО «Тольяттинский государственный университет», 2017

ISBN 978-5-8259-1211-0

УДК 336.6

ББК 65.26

Рецензенты:

д-р экон. наук, профессор кафедры «Маркетинг и ИТЭ»  
Волжского университета им. В.Н. Татищева *А.И. Афоничкин*;  
канд. экон. наук, доцент Тольяттинского государственного  
университета *О.Г. Коваленко*.

Курилова, А.А. Финансовый риск-менеджмент : электрон. учеб. пособие / А.А. Курилова, К.Ю. Курилов. – Тольятти : Изд-во ТГУ, 2017. – 1 оптический диск.

В пособии представлены методы и инструментарии оценок ряда факторов – риска, денег во времени, инфляции, ликвидности, а также понятие систематических финансовых рисков и взаимосвязь конъюнктуры и систематического риска и др. Представлены механизмы страхования рисков, процедура управления финансовыми рисками в операционной деятельности.

Предназначено студентам направления подготовки магистров 38.04.01 «Экономика», а также преподавателям и практическим работникам, специализирующимся в области управления финансами.

Текстовое электронное издание.

Рекомендовано к изданию научно-методическим советом Тольяттинского государственного университета.

Минимальные системные требования: IBM PC-совместимый компьютер: Windows XP/Vista/7/8; PIII 500 МГц или эквивалент; 128 Мб ОЗУ; SVGA; CD-ROM; Adobe Acrobat Reader.

Редактор *А.И. Евсейчев*  
Корректор *Л.П. Казанская*  
Техническое редактирование: *Л.П. Казанская*  
Компьютерная верстка: *Л.В. Сызганцева*  
Художественное оформление,  
компьютерное проектирование: *И.И. Шишкина*

Дата подписания к использованию 05.10.2017.

Объем издания 5,42 Мб.

Комплектация издания:

компакт-диск, первичная упаковка.

Заказ № 1-38-16.

Издательство Тольяттинского государственного университета  
445020, г. Тольятти, ул. Белорусская, 14,  
тел. 8 (8482) 53-91-47, [www.tltsu.ru](http://www.tltsu.ru)

## Содержание

Введение .....	7
Тема 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ БАЗИС УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ .....	8
1.1. Развитие теории риска в процессе эволюции экономической мысли .....	8
1.2. Характеристика риска как объекта финансового управления предприятием .....	14
1.3. Классификация финансовых рисков предприятия .....	18
Тема 2. МЕТОДИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ .....	26
2.1. Методический инструментарий оценки уровня риска .....	26
2.2. Методический инструментарий оценки «стоимости под риском» (value-at-risk) .....	31
2.3. Методический инструментарий оценки стоимости денег во времени в процессе управления финансовыми рисками .....	35
2.4. Методический инструментарий оценки фактора инфляции в процессе управления финансовыми рисками .....	44
2.5. Методический инструментарий оценки фактора ликвидности в процессе управления финансовыми рисками .....	47
2.6. Методы обоснования управленческих решений в условиях риска и неопределенности .....	49
Тема 3. СИСТЕМАТИЧЕСКИЕ ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ. ОЦЕНКА СИСТЕМАТИЧЕСКОГО ФИНАНСОВОГО РИСКА .....	52
3.1. Понятие и сущность систематического финансового риска. Взаимосвязь конъюнктуры и систематического риска. Виды экономической конъюнктуры .....	52
3.2. Исследование конъюнктуры методами технического анализа .....	58
3.3. Исследование конъюнктуры методами фундаментального анализа .....	61

Тема 4. НЕСИСТЕМАТИЧЕСКИЕ ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ ПРЕДПРИЯТИЯ .....	69
4.1. Исследование внутренней финансовой среды функционирования предприятия .....	69
4.2. Исследование типа финансовой политики предприятия по отдельным аспектам его финансовой деятельности .....	71
4.3. Исследование системы финансовых инструментов, используемых предприятием .....	73
Тема 5. ВНУТРЕННИЕ МЕХАНИЗМЫ НЕЙТРАЛИЗАЦИИ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ .....	84
5.1. Избегание и имитирование финансовых рисков предприятия .....	84
5.2. Хеджирование финансовых рисков предприятия с использованием производных ценных бумаг .....	88
5.3. Диверсификация, трансферт и самострахование финансовых рисков предприятия .....	91
Тема 6. СТРАХОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ .....	97
6.1. Сущность и виды страхования финансовых рисков предприятия .....	97
6.2. Основные условия страхования финансовых рисков предприятия и их регламентирование .....	105
6.3. Модель оценки эффективности передачи финансового риска предприятия страховщику .....	110
Тема 7. УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ В ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ .....	112
7.1. Управление риском снижения финансовой устойчивости предприятия .....	112
7.2. Управление риском неплатёжеспособности предприятия .....	126
7.3. Управление кредитным риском предприятия .....	130

Тема 8. ОСОБЕННОСТИ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ В ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ .....	133
8.1. Управление проектными рисками .....	133
8.2. Управление рисками финансовых инструментов инвестирования .....	147
Тема 9. ОСОБЕННОСТИ НЕЙТРАЛИЗАЦИИ РИСКА БАНКРОТСТВА В ПРОЦЕССЕ КРИЗИСНОГО ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ .....	164
9.1. Сущность и задачи антикризисного финансового управления предприятием .....	164
9.2. Диагностика финансового кризиса предприятия .....	170
9.3. Использование внутренних механизмов финансовой стабилизации предприятия .....	176
9.4. Реструктуризация задолженности предприятия в процессе его финансовой санации .....	185
9.5. Финансовые аспекты реорганизации предприятий .....	190
Библиографический список .....	200

## Введение

«Финансовый риск-менеджмент» является специальной дисциплиной в системе подготовки экономистов. Раскрывая теоретические вопросы финансового менеджмента, этот курс дает конкретные знания по управлению капиталом предприятия, его денежными потоками, активами и инвестициями.

Вопросы финансового риск-менеджмента в странах с рыночной экономикой получили довольно широкое освещение, как в зарубежной, так и в отечественной литературе. Опыт стран с развитой экономикой представляет интерес для России, вступившей на путь перехода от административно-распределительной системы к рыночной. Изучение опыта стран с развитой экономикой в вопросах финансового менеджмента позволит применить его с учетом особенностей экономики Российского государства.

Данное пособие знакомит студентов с фундаментальными концепциями количественного анализа, производными финансовыми инструментами, моделями оценки стоимости и риска облигаций со встроенными опционами. В пособии рассматривается управление рыночными рисками, концепции расчета и анализа рисков, управление кредитными и операционными рисками. Одним из наиболее важных аспектов дисциплины является управление рисками рыночной ликвидности и интегрированное управление рисками на уровне предприятия. Отдельное внимание уделено регулированию рисков банковской деятельности.

Изучение курса способствует овладению необходимыми практическими знаниями и навыками работы в осуществлении:

- выбора адекватных моделей управления и анализа рисков корпораций и банков;
- формирования политики управления рисками;
- интегрирования и создания системы управления рисками на предприятиях;
- формирования финансовой стратегии предприятия в кризисных условиях.

# Тема 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ БАЗИС УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ

## 1.1. Развитие теории риска в процессе эволюции экономической мысли

Финансовая деятельность предприятия во всех её формах сопряжена с многочисленными рисками, степень влияния которых на результаты этой деятельности и уровень финансовой безопасности существенно возрастает с переходом к рыночной экономике. Риски, сопровождающие эту деятельность и генерирующие различные финансовые угрозы, выделяются в особую группу финансовых рисков, играющих наиболее значимую роль в общем «портфеле рисков» предприятия. Возрастание степени влияния финансовых рисков на результаты финансовой деятельности и финансовую стабильность предприятия связано с быстрой изменчивостью экономической ситуации в стране и конъюнктуры финансового рынка, расширением сферы финансовых отношений хозяйствующих субъектов и их «раскрепощением», появлением новых для нашей хозяйственной практики финансовых технологий и инструментов и рядом других факторов. Поэтому выявление экономической сущности финансовых рисков и установление форм их воздействия на результаты финансовой деятельности предприятия являются одной из актуальных задач финансового менеджмента.

Термин «риск» имеет достаточно древнюю этимологию. В первоначальном своем буквальном значении, упоминаемом ещё Гомером, он характеризовался как «опасность лавирования между скал». С такой его трактовкой связаны греческий термин «*ridsikon*», латинский – «*ridsicare*», французский – «*risdoe*» и т. п.

В предпринимательской деятельности практика учёта фактора риска была известна ещё в древнейшие времена и связывалась обычно со страхованием имущественных ценностей. Так, первые договоры о коллективной компенсации убытков, связанных с риском гибели или повреждением судов при перевозке грузов, были зафиксированы ещё в третьем тысячелетии до новой эры в Финикии. Аналогичные договоры собственников перегоняемого скота

на случай его гибели или кражи составлялись и в Палестине. Законодательные основы страхования рисков были заложены во втором тысячелетии до новой эры в Вавилоне — в известных «Законах Хаммурапи» предусматривалась необходимость заключения договоров между участниками торговых караванов на предмет возмещения убытков, связанных с риском грабежа или нападения разбойников.

Несмотря на древнейшую историческую практику учета риска в предпринимательской деятельности, теоретические аспекты этой категории стали объектом научного экономического анализа лишь с XVIII века. Генезис теории предпринимательского риска, рассматривающий в своем составе и финансовый риск, связан с научными постулатами представителей многих школ и течений экономической мысли.

Начальный этап формирования основных принципов теории риска в предпринимательской деятельности связан с парадигмой экономического анализа классической политической экономии, в первую очередь, с работами А. Смита. В своей книге «Исследование о природе и причинах богатства народов» (1784 г.) он рассматривал теорию предпринимательского риска на примерах оплаты труда наёмных рабочих, функционирования лотерей, практики страхового дела. Так, характеризуя с позиций фактора риска различия в уровнях заработной платы, он утверждал, что рабочие требуют более высокой оплаты в тех случаях, если постоянная занятость им не гарантирована. Такой принцип формирования условий трудового контракта стал позднее основой одной из известных теорий, рассматриваемый как сделка между работником, избегающим риска, и фирмой, нейтральной к риску.

Смит А. одним из первых показал, что предпринимательский риск имеет не только экономическую, но и психофизическую природу. Чтобы показать, что многие люди склонны переоценивать шансы удачи и недооценивать шансы потери, он приводит примеры из практики лотерей и страхового бизнеса, иллюстрирующие их «любовь к риску». Пытаясь соединить экономическую и психофизическую природу предпринимательского риска, А. Смит выдвинул гипотезу о том, что все профессии работников с перспективой сравнительно высоких, но ненадёжных доходов в среднем дают меньшее

вознаграждение, чем сопоставимые с ними профессии с полностью предсказуемым доходом. По его мнению, это связано с тем, что люди всегда будут переоценивать свои шансы в рискованных профессиях (например, юрист, врач) и к этому виду деятельности будут стремиться очень многие, в результате чего средний уровень их доходности будет снижаться. Эту теорию риска А. Смит использовал и для объяснения тенденции нормы прибыли в различных отраслях.

Однако впоследствии А. Смит пришёл к противоположному выводу о том, что «профессии с высоким уровнем риска гарантируют в среднем более высокую оплату, чем профессии с низким уровнем риска». Этот вывод позднее был положен в основу известного современного постулата теории риска — о взаимосвязи уровней доходности и риска.

Значительный прогресс в развитии теории предпринимательского риска связан с исследованиями маржиналистов. Основу их экономической парадигмы составляла теория предельной полезности, которая позволила им сосредоточиться на микроэкономическом анализе, в частности, на поведении потребителя в условиях неопределённости и риска. Ими предложен ряд известных математических моделей оценки поведения потребителей, принципы которых используются в предпринимательской практике и в настоящее время.

Начальные попытки оценки рискованных решений в условиях неопределённости с учётом поведения потребителей восходят к статье известного швейцарского математика Д. Бернулли о Санкт-Петербургском парадоксе (1738 г.). Он выдвинул гипотезу о том, что математическое ожидание выигрыша должно определяться с учётом его субъективной оценки. Д. Бернулли утверждал, что, принимая свои решения в условиях неопределённости, люди руководствуются не «математическим ожиданием» шансов на успех, а «моральным ожиданием успеха, при котором вероятность взвешивается на полезность дохода». При этом предельная полезность дохода с каждым приростом последнего снижается. В условиях снижающейся предельной полезности денежного дохода люди будут настаивать на увеличивающихся выплатах с тем, чтобы компенсировать риск данной потери. «Никто не станет платить 1 доллар за шанс выиграть 2 доллара с вероятностью 50 процентов», — утверждал он. Эта гипо-

теза была развита известными американскими учёными Дж. Нейманом и О. Моргенштерном и получила отражение в известной в теории риска «функции полезности Неймана—Моргенштерна». А также в работе Нобелевского лауреата по экономике французского ученого М. Алле «Поведение рационального человека в условиях риска».

Во второй половине XIX столетия гипотеза Д. Бернулли инициировала возникновение самостоятельного психофизического направления школы исследования предпринимательского риска (т. е. поведения индивидуумов в условиях неопределённости), основателями которой являлись В. Вебер и Г. Фехнер, Сформулированный ими «закон Вебера—Фехнера» утверждал, что осязаемые различия в восприятии явлений прямо пропорциональны (соразмерны) интенсивности стимулов. При этом под стимулами ими понимался прирост доходов. Иными словами, этот теоретический вывод утверждал, что выбор решений в условиях неопределённости в значительной степени зависит от субъективных оценок уровня риска и доходности конкретными людьми.

В рамках школы маржиналистов дальнейшее развитие теории риска связано с исследованиями Й. фон Тюнена. В своей работе «Изолированное государство» (1850 г.) он впервые рассмотрел сущность инновационных рисков в процессе предпринимательской деятельности. Характеризуя инновационную деятельность как одну из наиболее рискованных в экономическом процессе, он элиминировал размер прибыли предпринимателя в разрезе следующих составляющих: «дохода после уплаты налогов, платы за управление и страховой премии по исчисленным рискам потерь». Вознаграждение предпринимателя, утверждал он, является доходом за принятие на себя тех рисков, которые из-за непредсказуемости не примет на себя и не покроет ни одна страховая компания. Этот вывод впервые обозначил различия между «условиями риска», вероятность которых может быть рассчитана, и «условиями неопределённости», вероятность которых непредсказуема и не поддаётся количественному анализу.

Поскольку инновационная деятельность в экономическом процессе характеризуется невозможностью предсказать с какой-либо точностью доходы или убытки, т. е. отражает условия неопределённости, осуществляющий её предприниматель является единственным претендентом на непредсказуемый остаточный рисковый доход.

Теория получения сверхприбыли в процессе осуществления рискованной инновационной деятельности была существенно углублена представителями марксистского экономического учения. Согласно К. Марксу, внедрение нового оборудования является одним из двух главных источников сверхприбыли капиталистов (вторым источником выступает принуждение рабочей силы к более напряжённому труду). В соответствии с его выводами, осуществление рискованных инновационных инвестиций, с одной стороны, позволяет в определённой мере преодолевать ограниченность экономической отдачи факторов производства, а с другой, существенно подавлять действие закона снижения доходности инвестируемого капитала. В соответствии с марксистской теорией инновационное инвестирование, несмотря на его высокий риск, является важным средством активного формирования конкурентных преимуществ предприятия.

Значительное внимание проблемам риска было уделено представителями неоклассической экономической школы, среди которых следует в первую очередь отметить работы А. Маршалла. Прежде всего, он поставил под сомнение выводы своих предшественников, которые рассматривали прибыль «только как вознаграждение за нестрахуемый риск» на том основании, что от многих видов риска предприниматель может застраховаться. Маршалл А. отмечал, что если предприниматели, вовлечённые в определённую отрасль, являются азартными игроками, для которых сдерживающее влияние риска понести убытки значит меньше, чем притягательность шанса получить большую выгоду, неопределённость условий может действительно снизить средний уровень доходов в отрасли. Однако он настоятельно утверждал, что в подавляющем большинстве случаев риск действует в противоположном направлении, т. е. большинство предпринимателей ограждает себя от чрезмерного риска. Для них общая полезность растущего дохода увеличивается медленнее, чем растущий уровень риска. Впоследствии эта теория А. Маршалла была положена в основу одной из моделей экономического поведения предпринимателей в условиях риска, получившей название «модель неприятия риска».

Определённый вклад в развитие инновационной теории риска был внесён представителем школы институционализма Й. Шумпе-

тером. В своей книге «Теории экономического развития» (1912 г.) он предложил новый подход к оценке роли предпринимателей, осуществляющих инновационную деятельность в условиях риска. Он утверждал, что только технологические инновации могут породить положительную ставку процента. Соответственно, предприниматель, осуществляющий инновационную деятельность в условиях высокого риска, является источником всех положительных динамических изменений в экономике. Однако магистральное направление экономической теории того времени проигнорировало этот вывод Шумпетера, поскольку он не укладывался в рамки статического равновесного анализа и противоречил выводам о предпринимательском доходе как результате неисчислимого, а соответственно, и нестрахуемого риска.

Попытку примирить эти два подхода предпринял американский экономист Ф. Найт. В своей поистине революционной для того времени книге «Риск, неопределённость и прибыль» (1921 г.) он развивает вывод Й. Тюнена о различиях между исчисляемым и неисчисляемым предпринимательским риском. Первый он чётко формулирует как собственно риск, а второй — как неопределённость (uncertainly).

Современный синтез теории риска включает в себя многочисленные его характеристики, связанные преимущественно с практическими аспектами её использования в разнообразных видах экономической деятельности — страховом бизнесе, банковском деле, инвестициях и т. п. Современная парадигма финансового риск-менеджмента, формирование которой получило интенсивное развитие, начиная с 50-х годов двадцатого столетия, базируется на работах преимущественно американских исследователей. В финансовом риск-менеджменте наиболее широкое использование получили такие теории риска, как «современная портфельная теория» (Марковица, Тобина и др.), модель оценки стоимости финансовых активов (Шарпа, Линтнера, Моссина и др.), модель оценки стоимости опционов (Блэка, Скоулза, Мертона и др.) и ряд других. Эти теории подробно рассматриваются в соответствующих разделах данной книги.

## 1.2. Характеристика риска как объекта финансового управления предприятием

Накопленный в процессе эволюции экономической мысли теоретический арсенал позволяет довольно разносторонне охарактеризовать природу предпринимательского риска в целом и финансового риска в частности. Вместе с тем на современном этапе в трактовке категории риска отдельными исследователями имеется много противоречий. Ряд этих трактовок носят ограниченный характер. Во многих случаях «риск» отождествляется с понятием «условия риска». В этой связи представляется целесообразным комплексно рассмотреть основные сущностные характеристики и особенности финансового риска в свете уже накопленного теоретического арсенала и сформулировать на этой основе более полное его определение.

Финансовый риск предприятия отражают следующие основные характеристики:

1. *Экономическая природа.* Финансовый риск проявляется в сфере экономической деятельности предприятия, прямо связан с формированием его доходов и характеризуется возможными экономическими его потерями в процессе осуществления финансовой деятельности. С учетом перечисленных экономических форм своего проявления финансовый риск характеризуется как категория экономическая, занимающая определённое место в системе экономических категорий, связанных с осуществлением хозяйственного процесса.

2. *Объективность проявления.* Финансовый риск является объективным явлением в функционировании любого предприятия. Он сопровождает практически все виды финансовых операций и все направления его финансовой деятельности. Риск присущ каждому финансовому решению, связанному с ожиданием доходов, независимо от того, понимает эту ситуацию финансовый менеджер или нет. Хотя принятие рискованного финансового решения и носит субъективный характер, объективная природа проявления риска остаётся неизменной. Это определяет осознанное отношение к риску в процессе осуществления финансовой деятельности.

3. *Действие в условиях выбора.* Это одна из наиболее существенных характеристик финансового риска, которая часто упускается или неверно трактуется многими исследователями. Такое действие

предпринимается финансовым менеджером в условиях рискованной ситуации или ситуации неопределённости только при наличии вариантов этого выбора. В этой своей характеристике финансовый риск проявляется как на стадии выбора (принятия) решения, так и на стадии его реализации. Как действие в условиях выбора, финансовый риск является способом практического разрешения противоречий в развитии возможных условий осуществления предстоящей финансовой деятельности. Иными словами, финансовый риск — это не отражение рискованной ситуации (условий риска или неопределённости), а конкретное действие субъекта, принимающего решение, направленное на практический выход из этой ситуации в условиях неизбежного выбора.

4. *Альтернативность выбора.* Финансовый риск предполагает необходимость выбора альтернативы действий финансового менеджера. При любых видах ситуации риска или неопределённости существует, по меньшей мере, две альтернативы этого выбора — принять на себя финансовый риск или отказаться от него. В реальной практике таких альтернатив гораздо больше, и в зависимости от конкретного содержания условий риска или неопределённости эти альтернативы характеризуются различной степенью сложности и методами выбора. В одних случаях выбор альтернативы действий осуществляется на основе прошлого опыта, в других — на моделировании ситуаций развития событий в будущем, в третьих — просто на интуиции финансового менеджера, принимающего решение. Там, где нет альтернативы выбора, нет и самого понятия финансового риска.

5. *Целенаправленное действие.* Финансовый риск всегда рассматривается по отношению к конкретной цели, на достижение которой он направлен. Как правило, такой целью является получение определённой суммы (или уровня) дохода в результате осуществления отдельной финансовой операции или финансовой деятельности в целом. В этом отношении финансовый риск рассматривается как возможность недостижения цели того или иного управленческого решения вследствие объективно существующей неопределённости условий осуществления предстоящей финансовой деятельности. Именно возможность несовпадения полученного финансового результата с намеченным целевым его показателем и характеризует сущность

финансового риска. Без такого целевого измерителя финансовый риск как действие теряет свой смысл.

6. *Вероятность достижения цели.* Наличие вероятности отклонения от цели является атрибутом любого финансового риска, отражающим его содержание. При этом количественная идентификация этой вероятности в условиях риска существенно отличается от условий неопределённости. Условия риска характеризуются как совокупность предстоящих вариантов осуществления финансовой деятельности, в которых существует объективная возможность количественно оценить вероятность достижения целевого результата. В отличие от них, условия неопределённости рассматриваются как совокупность предстоящих вариантов возможностей осуществления финансовой деятельности, в которых вероятность достижения целевого результата в количественном измерителе установлена быть не может. Вместе с тем финансовый менеджер, принимающий рисковое решение в условиях неопределённости, уверен, что вероятность достижения целевого результата существует, иначе финансовый риск, как его действие, был бы лишён смысла.

7. *Неопределенность последствий.* Эта характеристика финансового риска определяется невозможностью детерминировать количественный финансовый результат (в первую очередь доходность осуществляемых финансовых операций) в процессе принятия финансовых решений. Последствия действий финансового менеджера, связанных с финансовым риском, могут иметь как положительные, так и отрицательные отклонения от целевого результата. При этом уровень результативности финансовых операций может колебаться (по отношению к целевому его значению) в зависимости от вида и уровня риска в довольно значительном диапазоне. Эта неопределённость последствий финансового риска проявляется как в условиях неопределённости, так и в условиях риска.

8. *Ожидаемая неблагоприятность последствий.* Как уже было отмечено, последствия финансового риска могут характеризоваться как позитивными, так и негативными результатами финансовой деятельности. Однако в теории и в хозяйственной практике уровень финансового риска оценивается, прежде всего, размерами возможного экономического ущерба. Этот экономический ущерб в про-

цессе реализации финансового риска может принимать различные формы – потерю прибыли, дохода, части или всей суммы капитала предприятия. В финансовой практике этот экономический ущерб всегда оценивается в денежном измерении.

9. *Динамичность уровня.* Уровень финансового риска, присущий той или иной финансовой операции или определённому виду финансовой деятельности предприятия, не является неизменным. Прежде всего, он существенно варьирует во времени, т. е. зависит от продолжительности осуществления финансовой операции. Фактор времени оказывает самостоятельное воздействие на уровень финансового риска, проявляемое в альтернативности форм вложения капитала, возможности роста темпов инфляции, неопределённости движения ставки ссудного процента на финансовом рынке и т. п. Кроме того, показатель уровня финансового риска значительно варьирует под воздействием объективных и субъективных факторов, которые находятся в постоянной динамике.

10. *Субъективность оценки.* Несмотря на объективную природу финансового риска как экономического явления, оценка уровня финансового риска носит субъективный характер. Эта субъективность, т. е. неравнозначность оценки данного объективного явления различными субъектами осуществления этой оценки, определяется различным уровнем полноты и достоверности информативной базы, квалификацией финансовых менеджеров, их опытом в сфере риск-менеджмента и другими факторами.

Рассмотренные основные сущностные характеристики финансового риска позволяют сформулировать его следующим образом.

Финансовый риск предприятия представляет собой результат выбора его собственниками или менеджерами альтернативного финансового решения, направленного на достижение желаемого целевого результата финансовой деятельности при вероятности нанесения экономического ущерба (финансовых потерь) в силу неопределённости условий его реализации.

### 1.3. Классификация финансовых рисков предприятия

Финансовые риски предприятия характеризуются большим многообразием и в целях подготовки и реализации эффективных управленческих решений требуют определённой классификации. В составе основных классификационных признаков финансовых рисков предприятия предлагается выделять следующие:

- источник возникновения риска;
- вид финансового риска;
- объект оценки риска;
- совокупность исследуемых инструментов;
- комплексность финансового риска;
- характер возможных финансовых последствий риска;
- характер проявления риска во времени;
- уровень вероятности реализации риска;
- уровень возможных финансовых потерь по риску;
- возможность предвидения риска;
- возможность страхования риска.

1. В соответствии с источником возникновения выделяют следующие группы финансовых рисков:

- систематический или рыночный риск. Он характеризует вероятность финансовых потерь, связанных с неблагоприятными изменениями конъюнктуры различных видов финансового рынка. Этот вид риска характерен для всех участников финансовой деятельности;
- несистематический или специфический риск. Он характеризует вероятность финансовых потерь, связанных с неэффективной деятельностью конкретного предприятия. Этот риск вызывается неквалифицированным финансовым менеджментом, неэффективной структурой активов и капитала, чрезмерной приверженностью к рисковому (агрессивным) финансовым операциям с высокой нормой прибыли, недооценкой хозяйственных партнёров и другими аналогичными факторами, отрицательные последствия которых в значительной мере можно предотвратить за счёт эффективного управления финансовыми рисками.

2. Вид финансового риска. Этот классификационный признак является основным параметром дифференциации финансовых рисков в процессе управления ими. Характеристика конкретного вида риска одновременно даёт представление о генерирующем его факторе, что позволяет «привязать» оценку степени вероятности возникновения и размера возможных финансовых потерь по данному виду риска к динамике соответствующего фактора. Видовое разнообразие финансовых рисков в классификационной их системе представлено в наиболее широком диапазоне. При этом следует отметить, что появление новых финансовых технологий, использование новых финансовых инструментов и другие инновационные факторы будут, соответственно, порождать и новые виды финансовых рисков.

На современном этапе к числу основных видов систематических и несистематических финансовых рисков предприятия относятся следующие:

– *процентный риск*. Он состоит в непредвиденном изменении процентной ставки на финансовом рынке, как депозитной, так и кредитной. Причиной возникновения данного вида финансового риска, если элиминировать ранее рассмотренную инфляционную его составляющую, являются:

- изменение конъюнктуры финансового рынка под воздействием государственного регулирования;
- рост или снижение предложения свободных денежных ресурсов и другие факторы.

Отрицательные финансовые последствия этого вида риска проявляются в эмиссионной деятельности предприятия при эмиссии, как акций, так и облигаций, в его дивидендной политике, в краткосрочных финансовых инвестициях и некоторых других финансовых операциях;

– *валютный риск*. Этот вид риска присущ предприятиям, ведущим внешнеэкономическую деятельность – импортирующим сырьё, материалы и полуфабрикаты и экспортирующим готовую продукцию. Он проявляется в недополучении предусмотренных доходов в результате непосредственного воздействия изменения обменного курса иностранной валюты, используемой во внешнеэкономических операциях предприятия, на ожидаемые денежные

потоки от этих операций. Так, импортируя сырьё и материалы, предприятие проигрывает от повышения обменного курса соответствующей иностранной валюты по отношению к национальной. Снижение же этого курса определяет финансовые потери предприятия при экспорте готовой продукции;

– *ценовой риск*. Этот вид риска состоит в возможности понесения финансовых потерь, связанных с неблагоприятным изменением ценовых индексов на активы, обращающиеся на финансовом рынке. Такими активами могут выступать акции, производные ценные бумаги, золото и др.;

– *риск снижения финансовой устойчивости* или *риск нарушения равновесия финансового развития предприятия*. Этот риск генерируется несовершенством структуры капитала – чрезмерной долей используемых заемных средств, порождающей несбалансированность по объёмам положительного и отрицательного денежных потоков предприятия. Природа этого риска и формы его проявления рассмотрены в процессе изложения действия механизма финансового левериджа. В составе финансовых рисков по степени опасности генерирования угрозы банкротства предприятия этот вид риска играет ведущую роль;

– *риск неплатёжеспособности* или *риск несбалансированной ликвидности предприятия*. Этот риск генерируется снижением уровня ликвидности оборотных активов, порождающим разбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков предприятия во времени. По своим финансовым последствиям этот вид риска также относится к числу наиболее опасных;

– *кредитный риск*. Он имеет место в финансовой деятельности предприятия при предоставлении им товарного (коммерческого) или потребительского кредита покупателям. Формой его проявления является риск неплатежа или несвоевременного расчёта за отпущенную предприятием в кредит готовую продукцию;

– *инвестиционный риск*. Он характеризует возможность возникновения финансовых потерь в процессе осуществления инвестиционной деятельности предприятия.

В соответствии с видами этой деятельности разделяются и виды инвестиционного риска – *риск реального инвестирования* и *риск фи-*

*нансового инвестирования.* Все рассмотренные виды финансовых рисков, связанных с осуществлением инвестиционной деятельности, относятся к так называемым «сложным рискам», подразделяющимся, в свою очередь, на отдельные их подвиды.

Так, в составе риска реального инвестирования могут быть выделены риски несвоевременной подготовки инвестиционного проекта; несвоевременного завершения проектно-конструкторских работ; несвоевременного окончания строительно-монтажных работ; несвоевременного открытия финансирования по инвестиционному проекту; потери инвестиционной привлекательности проекта в связи с возможным снижением его эффективности и т. п. Так как все подвиды инвестиционных рисков связаны с возможной потерей капитала предприятия, они также включаются в группу наиболее опасных финансовых рисков;

– *инновационный финансовый риск.* Этот вид риска связан с внедрением новых финансовых технологий, использованием новых финансовых инструментов и т. п.;

– *депозитный риск.* Этот риск отражает возможность невозврата депозитных вкладов (непогашения депозитных сертификатов). Он встречается относительно редко и связан с неправильной оценкой и неудачным выбором коммерческого банка для осуществления депозитных операций предприятия. Тем не менее, случаи реализации депозитного риска встречаются не только в нашей стране, но и в странах с развитой рыночной экономикой;

– *прочие виды рисков.* Группа прочих финансовых рисков довольно обширна. Однако по вероятности возникновения или уровню финансовых потерь она не столь значима для предприятий, как уже нами рассмотренные.

К ним относятся риски стихийных бедствий и другие аналогичные «форс-мажорные риски», которые могут привести не только к потере предусматриваемого дохода, но и части активов предприятия (основных средств; запасов товарно-материальных ценностей); риск несвоевременного осуществления расчётно-кассовых операций (связанный с неудачным выбором обслуживающего коммерческого банка); риск эмиссионный, криминогенный риск и др.

3. По характеризующему объекту выделяют следующие группы финансовых рисков:

- риск отдельной финансовой операции. Он характеризует в комплексе весь спектр видов финансовых рисков, присущих определённой финансовой операции (например, риск, присущий приобретению конкретной акции);
- риск различных видов финансовой деятельности (например, риск инвестиционной или кредитной деятельности предприятия);
- риск финансовой деятельности предприятия в целом. Комплекс различных видов рисков, присущих финансовой деятельности предприятия, определяется спецификой организационно-правовой формы его деятельности, структурой капитала, составом активов, соотношением постоянных и переменных издержек и т. п.

4. По совокупности исследуемых инструментов финансовые риски подразделяются на следующие группы:

- индивидуальный финансовый риск. Он характеризует совокупный риск, присущий отдельным финансовым инструментам;
- портфельный финансовый риск. Он характеризует совокупный риск, присущий комплексу однофункциональных финансовых инструментов, объединённых в портфель (например, кредитный портфель предприятия, его инвестиционный портфель и т. п.).

5. По комплексности выделяют следующие группы рисков:

- простой финансовый риск. Он характеризует вид финансового риска, который не расчленяется на отдельные его подвиды. Примером простого финансового риска является риск инфляционный;
- сложный финансовый риск. Он характеризует вид финансового риска, который состоит из комплекса рассматриваемых его подвидов. Примером сложного финансового риска является риск инвестиционный (например, риск инвестиционного проекта).

6. По характеру проявления во времени выделяют две группы финансовых рисков:

- постоянный финансовый риск. Он характерен для всего периода осуществления финансовой операции и связан с действием постоянных факторов. Примером такого финансового риска является процентный риск, валютный риск и т. п.

– временный финансовый риск. Он характеризует риск, носящий перманентный характер, возникающий лишь на отдельных этапах осуществления финансовой операции.

Примером такого вида финансового риска является риск неплатёжеспособности эффективно функционирующего предприятия.

7. По уровню вероятности реализации финансовые риски подразделяются на следующие группы:

- финансовый риск с низким уровнем вероятности реализации. К таким видам относят обычно финансовые риски, коэффициент вариации по которым не превышает 10 %;
- финансовый риск со средним уровнем вероятности реализации. К таким видам в практике риск-менеджмента обычно относят финансовые риски, коэффициент вариации по которым находится в пределах 10–25 %;
- финансовый риск с высоким уровнем вероятности реализации. К таким видам относят финансовые риски, коэффициент вариации по которым превышает 25 %;
- финансовый риск, уровень вероятности реализации которого определить невозможно. К этой группе относятся финансовые риски, реализуемые «в условиях неопределённости».

8. По уровню возможных финансовых потерь риски подразделяются на следующие группы:

- допустимый финансовый риск. Он характеризует риск, финансовые потери по которому не превышают расчётной суммы прибыли по осуществляемой финансовой операции;
- критический финансовый риск. Он характеризует риск, финансовые потери по которому не превышают расчётной суммы валового дохода по осуществляемой финансовой операции;
- катастрофический финансовый риск. Он характеризует риск, финансовые потери по которому определяются частичной или полной утратой собственного капитала (этот вид риска может сопровождаться утратой и заемного капитала).

9. По возможности предвидения финансовые риски подразделяются на следующие две группы:

- прогнозируемый финансовый риск. Он характеризует те виды рисков, которые связаны с циклическим развитием экономики,

сменой стадий конъюнктуры финансового рынка, предсказуемым развитием конкуренции и т. п.

Предсказуемость финансовых рисков носит относительный характер, так как прогнозирование со 100 %-ным результатом исключает рассматриваемое явление из категории рисков.

Примером прогнозируемых финансовых рисков являются ценовой риск, процентный риск и некоторые другие их виды (естественно, речь идёт о прогнозировании риска в краткосрочном периоде).

Непрогнозируемый финансовый риск. Он характеризует виды финансовых рисков, отличающихся полной непредсказуемостью проявления. Примером таких рисков выступают риски форс-мажорной группы и некоторые другие.

Соответственно этому классификационному признаку финансовые риски подразделяются также на регулируемые и не регулируемые в рамках предприятия.

10. По возможности страхования финансовые риски подразделяются также на две группы:

- страхуемый финансовый риск. К нему относятся риски, которые могут быть переданы в порядке внешнего страхования соответствующим страховым организациям (в соответствии с номенклатурой финансовых рисков, принимаемых ими к страхованию);
- нестрахуемый финансовый риск. К нему относятся те их виды, по которым отсутствует предложение соответствующих страховых продуктов на страховом рынке.

Состав рисков этих рассматриваемых двух групп очень подвижен и связан не только с возможностью их прогнозирования, но и с эффективностью осуществления отдельных видов страховых операций в конкретных экономических условиях при сложившихся формах государственного регулирования страховой деятельности.

Экономическая нестабильность развития страны, ранние стадии жизненного цикла многих созданных в последнее десятилетие предприятий, преимущественно агрессивный менталитет их руководителей и финансовых менеджеров влияют на принимаемые ими финансовые риски. Они отличаются большим разнообразием и достаточно высоким уровнем в сравнении с портфелем этих рисков у предприятий, функционирующих в странах с развитой рыночной экономикой.

### **Контрольные вопросы**

1. Сопряжена ли финансовая деятельность предприятия с риском?
2. В чём заключается актуальная задача финансового менеджмента?
3. Где были заключены первые договоры о коллективной компенсации убытков?
4. Где были заложены законодательные основы страхования рисков?
5. Кто определил психофизическую природу риска?
6. Что составляет экономическую парадигму маргиналистов?
7. Что характеризует систематический риск?
8. В чём состоит процентный риск?
9. В чём состоит валютный риск?
10. В чём состоит ценовой риск?

## **Тема 2. МЕТОДИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ**

### **2.1. Методический инструментарий оценки уровня риска**

Важнейшим показателем, характеризующим меру финансового риска предприятия, является его уровень. Этот показатель оказывает определяющее воздействие на формирование уровня доходности финансовых операций предприятия — эти два показателя находятся в тесной взаимосвязи и представляют собой единую систему «доходность — риск». Соотношение уровня доходности и риска является одной из основных базовых концепций финансового риск-менеджмента, в соответствии с которой уровень доходности финансовых операций при прочих равных условиях всегда сопровождается повышением уровня их риска и наоборот.

Кроме того, уровень финансового риска является главным показателем оценки уровня финансовой безопасности предприятия, характеризующим степень защиты его финансовой деятельности от угроз внешнего и внутреннего характера. Поэтому оценка уровня риска в процессе управления финансовой деятельностью предприятия сопровождает подготовку практически всех управленческих решений.

Уровень финансового риска характеризует вероятность его возникновения под воздействием определённого фактора риска (или группы таких факторов) и возможных финансовых потерь при наступлении рискованного события.

С учётом указанного определения формируется конкретный методический инструментарий оценки уровня риска, позволяющий решать связанные с ним конкретные задачи управления финансовой деятельностью предприятия. Дифференциация этого методического инструментария отражает следующую систематизацию задач оценки уровня риска в процессе финансовой деятельности.

**I.** Методический инструментарий количественной оценки уровня финансового риска является наиболее обширным, так как включает в себя разнообразные экономико-статистические, экспертные, аналоговые методы осуществления такой оценки. Выбор конкрет-

ных методов оценки определяется наличием необходимой информационной базы и уровнем квалификации менеджеров.

1. Экономико-статистические методы составляют основу проведения оценки уровня финансового риска. К числу основных расчётных показателей такой оценки относятся:

а) уровень финансового риска. Он характеризует общий алгоритм оценки этого уровня, представленный следующей формулой:

$$УР = ВР \cdot РП,$$

где УР — уровень соответствующего финансового риска; ВР — вероятность возникновения данного финансового риска; РП — размер возможных финансовых потерь при реализации данного риска.

В практике использования этого алгоритма размер возможных финансовых потерь выражается обычно абсолютной суммой, а вероятность возникновения финансового риска — одним из коэффициентов измерения этой вероятности (коэффициентом вариации, бета-коэффициентом и др.). Соответственно, уровень финансового риска при его расчёте поданному алгоритму будет выражен абсолютным показателем, что существенно снижает базу его сравнения при рассмотрении альтернативных вариантов;

б) дисперсия. Она характеризует степень колеблемости изучаемого показателя (в данном случае — ожидаемого дохода от осуществления финансовой операции) по отношению к его средней величине. Расчёт дисперсии осуществляется по следующей формуле:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 P_i,$$

где  $\sigma^2$  — дисперсия;  $R_i$  — конкретное значение возможных вариантов ожидаемого дохода по рассматриваемой финансовой операции;  $\bar{R}$  — среднее ожидаемое значение дохода по рассматриваемой финансовой операции;  $P_i$  — возможная частота (вероятность) получения отдельных вариантов ожидаемого дохода по финансовой операции;  $n$  — число наблюдений;

в) среднеквадратическое (стандартное) отклонение. Этот показатель является одним из наиболее распространённых при оценке уровня индивидуального финансового риска, так же как и дисперсия определяющий степень колеблемости и построенный на её основе. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - R)^2 P_i},$$

где  $\sigma$  – среднееквадратическое (стандартное) отклонение;  $R_i$  – конкретное значение возможных вариантов ожидаемого дохода по рассматриваемой финансовой операции;  $R$  – среднее ожидаемое значение дохода по рассматриваемой финансовой операции;  $P_i$  – возможная частота (вероятность) получения отдельных вариантов ожидаемого дохода по финансовой операции;  $n$  – число наблюдений.

г) коэффициент вариации. Он позволяет определить уровень риска, если показатели среднего ожидаемого дохода от осуществления финансовых операций различаются между собой. Расчёт коэффициента вариации осуществляется по следующей формуле:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{R}},$$

где  $CV$  – коэффициент вариации;  $\bar{R}$  – среднееквадратическое (стандартное) отклонение;

д) бета-коэффициент (или бета). Он позволяет оценить индивидуальный или портфельный систематический финансовый риск по отношению к уровню риска финансового рынка в целом. Этот показатель используется обычно для оценки рисков инвестирования в отдельные ценные бумаги. Расчёт этого показателя осуществляется по формуле

$$\beta = \frac{K\sigma_{И}}{\sigma_p},$$

где  $\beta$  – бета-коэффициент;  $K$  – степень корреляции между уровнем доходности по индивидуальному виду ценных бумаг (или по их портфелю) и средним уровнем доходности данной группы фондовых инструментов по рынку в целом;  $\sigma_{И}$  – среднееквадратическое (стандартное) отклонение доходности по индивидуальному виду ценных бумаг (или по их портфелю в целом);  $\sigma_p$  – среднееквадратическое (стандартное) отклонение доходности по фондовому рынку в целом.

Уровень финансового риска отдельных ценных бумаг определяется на основе следующих значений бета-коэффициентов:

$\beta = 1$  – средний уровень;

$\beta > 1$  – высокий уровень;

$\beta < 1$  – низкий уровень.

2. Экспертные методы оценки уровня финансового риска применяются в том случае, если на предприятии отсутствуют необходимые информативные данные для осуществления расчётов экономико-статистическими методами. Эти методы базируются на опросе квалифицированных специалистов (страховых, финансовых, инвестиционных менеджеров соответствующих специализированных организаций) с последующей математической обработкой результатов этого опроса.

В целях получения развёрнутой характеристики уровня риска по рассматриваемой операции опрос следует ориентировать на отдельные виды финансовых рисков, идентифицированные по данной операции (процентный, валютный, инвестиционный и т. п.).

В процессе экспертной оценки каждому эксперту предлагается оценить уровень возможного риска, основываясь на определённой балльной шкале, например:

- риск отсутствует – 0 баллов;
- риск незначительный – 10 баллов;
- риск ниже среднего уровня – 30 баллов;
- риск среднего уровня – 50 баллов;
- риск выше среднего уровня – 70 баллов;
- риск высокий – 90 баллов;
- риск очень высокий – 100 баллов.

3. Аналоговые методы оценки уровня финансового риска позволяют определить уровень рисков по отдельным наиболее массовым финансовым операциям предприятия. При этом для сравнения может быть использован как собственный, так и внешний опыт осуществления таких финансовых операций.

**II. Методический инструментарий формирования необходимого уровня доходности финансовых операций с учётом уровня риска** позволяет обеспечить чёткую количественную пропорциональность этих двух показателей в процессе управления финансовой деятельностью предприятия.

1. При определении необходимого уровня премии за риск используется следующая формула:

$$RP_n = (\bar{R}_n - A_n)\beta,$$

где  $RP_n$  – уровень премии за риск по конкретному финансовому (фондовому) инструменту;  $R_n$  – средняя норма доходности на финансовом рынке;  $A_n$  – безрисковая норма доходности на финансовом рынке;  $\beta$  – бета-коэффициент, характеризующий уровень систематического риска по конкретному финансовому (фондовому) инструменту.

2. При определении необходимой суммы премии за риск используется следующая формула:

$$RP_s = SI \cdot RP_n,$$

где  $RP_i$  – сумма премии за риск по конкретному финансовому (фондовому) инструменту в настоящей стоимости;  $SI$  – стоимость (котируемая цена) конкретного финансового (фондового) инструмента;  $RP_n$  – уровень премии за риск по конкретному финансовому (фондовому) инструменту, выраженный десятичной дробью.

3. При определении (необходимого) общего уровня доходности финансовых операций с учётом фактора риска используется следующая формула:

$$RD_n = A_n + RP_n,$$

где  $RD_n$  – общий уровень доходности по конкретному финансовому (фондовому) инструменту с учётом фактора риска;  $A_n$  – безрисковая норма доходности на финансовом рынке;  $RP_n$  – уровень премии за риск по конкретному финансовому (фондовому) инструменту.

При определении уровня избыточной доходности (премии за риск) всего портфеля ценных бумаг на единицу его риска используется «коэффициент Шарпа», определяемый по следующей формуле:

$$S_p = \frac{RD_p - A_n}{\sigma(RD_p - A_n)},$$

где  $S_p$  – коэффициент Шарпа, измеряющий избыточную доходность портфеля на единицу риска, характеризующую среднеквадратическим (стандартным) отклонением этой избыточной доходности;  $RD_p$  – общий уровень доходности портфеля;  $A_n$  – уровень доходности по безрисковому финансовому инструменту инвестирования;  $\beta$  – среднеквадратическое отклонение избыточной доходности.

Методический инструментарий формирования необходимого уровня доходности финансовых операций с учётом фактора риска

построен на «Модели оценки финансовых активов», разработанной У. Шарпом. Графическую интерпретацию этой модели составляет график «Линии доходности ценных бумаг».

Отдельные точки на «Линии доходности ценных бумаг» показывают необходимый уровень доходности по ценной бумаге (с учётом премии за риск) в зависимости от уровня систематического риска по ней, измеряемого бета-коэффициентом.

Проведенный обзор показывает, что методический инструментарий оценки и учета уровня риска в управлении финансовой деятельностью предприятия является довольно обширным и позволяет решать многообразные задачи в сфере его финансового риск-менеджмента.

## **2.2. Методический инструментарий оценки «стоимости под риском» (value-at-risk)**

Традиционные для практики финансового риск-менеджмента методы оценки меры риска на основе показателя его уровня имеют ряд недостатков.

К числу основных из таких недостатков относится, прежде всего, то, что «уровневые» показатели риска не характеризуют максимально возможную сумму финансового ущерба при наступлении рискованного события, а соответственно, не позволяют и страховать себя от финансового риска предприятия в полном его объёме. Кроме того, отдельные «уровневые» показатели не могут быть агрегированы по портфелю финансовых инструментов, обращающихся на различных видах финансового рынка (например, на валютном и фондовом), а также по различным инструментам даже одного вида финансового рынка (например, опциона и свопа). Наконец, использование «уровневых» показателей меры финансового риска в процессе его контроля на предприятии является недостаточно надёжным финансовым инструментом, чувствительным к различным факторам риска.

В связи с этим в последнее десятилетие получила развитие новая методология оценки меры финансового риска на основе использования показателя «стоимость риска» или «стоимость под риском»

[value-at-risk –VAR]. Начало внедрения этой новой методологии оценки меры риска в практику связывается с директивой Европейского Совета от 1993 г. (ЕЕС-6-93), предписывающей финансовым институтам (в первую очередь банкам, инвестиционным и страховым компаниям) устанавливать обязательное резервирование капитала для обеспечения рыночных (систематических) финансовых рисков на основе расчёта показателя VAR по предложенной им методике. Впоследствии (в 1995 г.) Базельский комитет по надзору за банками разрешил коммерческим банкам применять собственный методический инструментальный расчёт показателя VAR.

За прошедшее десятилетие оценка меры финансового риска на основе показателя VAR получила развитие в США и Западной Европе не только в среде финансовых институтов, но и в значительном числе компаний, функционирующих в реальном секторе экономики. Кроме того, методический инструментальный оценки «стоимости под риском» (VAR) начал использоваться западными компаниями для исследования не только рыночного (систематического) риска, но и риска несистематического (в частности, для оценки кредитного риска). В последние годы использование этого показателя получает развитие и в нашей стране.

Рассмотрим основное содержание концепции и методический инструментальный оценки меры финансового риска на основе показателя VAR.

«Стоимость под риском» (VAR) представляет собой показатель статистической оценки, выраженный в денежной форме максимально возможного размера финансовых потерь при установленном виде распределения вероятности факторов, влияющих на стоимость активов (инструментов), а также заданном уровне вероятности возникновения этих потерь на протяжении расчётного периода времени.

Из приведённого определения видно, что основу методологии расчёта показателя. «Стоимость под риском» (VAR) составляют три основных элемента.

Одним из таких элементов является установленный риск-менеджером вид распределения вероятностей рисков факторов, влияющих на стоимость активов (инструментов) или их совокупного портфеля. Такими видами могут быть нормальное распределение,

распределение Лапласа, Стьюдента и др. Поэтому для определения используемого вида распределения вероятностей предварительно должно быть проведено статистическое исследование влияния изменения рисков фактора на изменение стоимости отдельного актива или всего их портфеля. На основе такого статистического исследования должна быть построена функция ценообразования актива (или портфеля) в зависимости от конкретного фактора (вида) финансового риска. Если же показатель VAR определяется по всей совокупности факторов риска (например, при оценке систематического риска в целом), то в этом случае следует определить формы и тесноту корреляционных связей между различными факторами риска. Корректность устанавливаемого вида распределения вероятностей в модели расчёта показателя VAR прямо определяет правильность его значений.

Вторым элементом, который используется в статистической модели определения показателя «стоимость под риском» (VAR), является задаваемый риск-менеджером уровень вероятности того, что максимально возможный размер финансовых потерь не превысит расчётное значение этого показателя. В терминологии финансового риск-менеджмента такая заданная вероятность характеризуется термином доверительный уровень [confidencelevel]. Конкретное значение доверительного уровня для модели расчёта показателя VAR выбирается риск-менеджером исходя из его рискованных предпочтений. В современной практике финансового риск-менеджмента этот уровень устанавливается обычно в пределах 95–99 %.

Наконец, третьим элементом модели определения показателя «стоимость риска» [VAR] является устанавливаемый риск-менеджером расчётный период времени его оценки (или конкретный временной горизонт, в рамках которого оцениваются предстоящие возможные финансовые потери). В терминологии финансового риск-менеджмента такой отрезок времени характеризуется термином «период поддержания позиции» [holdingperiod]. В современной практике финансового риск-менеджмента этот период определяют обычно по одному из следующих двух критериев: намечаемого периода владения рассматриваемым активом (т. е. времени его удержания в портфеле предприятия) или уровня его ликвидности (ре-

ального срока его конверсии в денежную форму без потери своей текущей рыночной стоимости).

Современный методический инструментарий оценки «стоимость под риском» (VAR) использует ряд методов конкретных вычислений этого показателя. Основными из этих методов являются:

1. Аналитический или параметрический метод. Он исходит из предположения о нормальном распределении вероятностей рассматриваемых факторов риска и требует в процессе построения модели расчёта VAR и оценки параметров этого распределения. После такой оценки, основанной на результатах статистического исследования, вычисление показателя VAR осуществляется путём умножения полученных стандартных отклонений на соответствующий избранному доверительному уровню расчётный коэффициент (система таких коэффициентов для каждого доверительного уровня определена математическим путём и представлена в виде определённой таблицы вычислений). При определении на основе этого метода VAR для определённого портфеля финансовых инструментов необходимо дополнительно исследовать характер корреляционных связей между отдельными инструментами. Хотя этот метод и является наиболее простым, ареал его использования очень ограничен, так как в реальной практике параметрическое распределение вероятностей факторов финансового риска встречается довольно редко.

2. Метод исторического моделирования (или моделирования по историческим данным). Этот метод позволяет оценивать стоимость финансового риска за рамками нормального распределения вероятностей рассматриваемых факторов риска, но предполагает наличие обширной статистической базы данных по каждому из этих факторов. Он основан на предположении о стационарности колебаний конъюнктуры финансового рынка и генерируемых ими факторов риска, т. е. исходит из того, что на протяжении рассматриваемого периода поддержания позиции колебаниям конъюнктуры рынка будут присущи те же закономерности, что и в прошлом (историческом) периоде. Соответственно, в данном случае выдвигается только одна гипотеза о виде распределения вероятностей фактора риска (или их совокупности), по сравнению с аналитическим, этот метод позволяет оценивать не только стандартные, но и весьма неорди-

нарные колебания конъюнктуры финансового рынка, т. е. полнее отражать реальные факторы риска.

3. Метод имитационного моделирования (или метод Монте-Карло). В основе этого метода лежит многократная, доходящая при достаточности компьютерных ресурсов до десятков тысяч вариантов, имитация условий генерирования факторов риска и их отражение на изменении стоимости отдельных финансовых инструментов или их совокупного портфеля. Такая имитация носит случайный характер, но в пределах заданных параметров. Такое искусственное моделирование факторов риска позволяет избирать любой вид распределения их вероятностей и достичь наибольшей точности расчётов стоимости под риском (VAR). Кроме того, в отличие от метода исторического моделирования, этот метод не связан с выбором конкретной ретроспективы.

Среди других методов оценки стоимости под риском (VAR), используемых в последние годы в практике финансового риск-менеджмента, следует выделить также метод анализа сценариев, метод дерева вероятностей и некоторые другие. Конкретные примеры использования всех перечисленных методов в процессе оценки меры финансового риска рассматриваются в последующих разделах.

В заключение следует отметить, что оценка стоимости финансовых рисков на основе методологии расчёта показателя VAR позволяет не только полнее определять меру этих рисков, но и использовать её для нейтрализации и контроля этих рисков на предприятии.

### **2.3. Методический инструментарий оценки стоимости денег во времени в процессе управления финансовыми рисками**

Финансовый риск-менеджмент требует постоянного осуществления различного рода финансово-экономических расчётов, связанных с потоками денежных средств в разные периоды времени. Ключевую роль в этих расчётах играет оценка стоимости денег во времени.

Концепция стоимости денег во времени состоит в том, что стоимость денег с течением времени изменяется с учётом нормы прибыли на финансовом рынке, в качестве которой обычно выступает норма ссудного процента (или процента).

Иными словами, в соответствии с этой концепцией одна и та же сумма денег в разные периоды времени имеет разную стоимость. Эта стоимость в настоящее время всегда выше, чем в любом будущем периоде.

В процессе сравнения стоимости денежных средств при планировании их потоков используются два основных понятия — будущая стоимость денег и их настоящая стоимость.

Будущая стоимость денег представляет собой сумму инвестированных в настоящий момент средств, в которую они превратятся через определённый период времени с учётом определённой ставки процента (процентной ставки). Определение будущей стоимости денег характеризует процесс наращивания их стоимости (компаундинг), который состоит в присоединении к их первоначальной сумме начисленной суммы процентов.

Настоящая стоимость денег представляет собой сумму будущих денежных средств, приведённую с учётом определённой ставки процента к настоящему периоду времени. Определение настоящей стоимости денег характеризует процесс дисконтирования их стоимости, который представляет операцию, обратную наращению, осуществляемую путём изъятия из будущей стоимости соответствующей суммы процентов (дисконтной суммы или дисконта).

При проведении финансовых вычислений стратегических показателей, связанных с оценкой стоимости денег во времени, процессы наращивания или дисконтирования стоимости могут осуществляться как по простым, так и по сложным процентам.

Простой процент представляет собой сумму дохода, начисляемого к основной сумме денежного капитала в каждом интервале общего периода его использования, по которой дальнейшие её перерасчёты не осуществляются. Начисление простого процента применяется, как правило, при краткосрочных финансовых операциях (в краткосрочных интервалах стратегического периода).

Сложный процент представляет собой сумму дохода, начисляемого в каждом интервале общего периода его использования, которая не выплачивается, а присоединяется к основной сумме денежного интервала и в последующем платёжном интервале сама приносит доход. Начисление сложного процента применяется, как

правило, при долгосрочных финансовых операциях (инвестировании, кредитовании и т. п.).

Расчёты суммы процента могут осуществляться как в начале, так и в конце каждого интервала общего периода времени. В соответствии с этим, методы начисления процента разделяют на предварительный и последующий.

Предварительный метод начисления процента (метод пренумерандо или антисипативный метод) характеризует способ расчёта платежей, при котором начисление процента осуществляется в начале каждого интервала.

Последующий метод начисления процента (метод постнумерандо или декурсивный метод) характеризует способ платежей, при котором начисление процента осуществляется в конце каждого интервала.

Платежи, связанные с выплатой суммы процента и возвратом основной суммы долга, представляют собой один из видов денежного потока, подразделяемый на дискретный и непрерывный.

Дискретный денежный поток характеризует поток платежей на вложенный денежный капитал, который имеет чётко детерминированный период начисления процентов и конечный срок возврата основной его суммы.

Непрерывный денежный поток характеризует поток платежей на вложенный денежный капитал, период начисления процентов по которому не ограничен, а, соответственно, не определён и конечный срок возврата основной его суммы. Одним из наиболее распространённых видов непрерывного денежного потока является аннуитет (финансовая рента) — длительный поток платежей, характеризующийся одинаковым уровнем процентных ставок в каждом из интервалов рассматриваемого периода времени.

Основным инструментом оценки стоимости денег во времени выступает процентная ставка (ставка процента) — удельный показатель, в соответствии с которым в установленные сроки выплачивается сумма процента в расчёте на единицу денежного капитала. Обычно процентная ставка характеризует соотношение годовой суммы процента и суммы предоставленного (заимствованного) денежного капитала, выраженное в виде десятичной дроби или в процентах.

Система основных базовых понятий позволяет последовательно рассмотреть методический инструментарий оценки стоимости денег во времени в разрезе наиболее характерных вариантов осуществления такой оценки.

I. Методический инструментарий оценки стоимости денег по простым процентам использует наиболее упрощённую систему расчётных алгоритмов.

1. При расчёте суммы простого процента в процессе наращивания стоимости (компаундинга) используется следующая формула:

$$I = Pni,$$

где  $I$  – сумма процента за обусловленный период времени в целом;  $P$  – первоначальная сумма (стоимость) денежных средств;  $n$  – количество интервалов, по которым осуществляется расчёт процентных платежей в общем обусловленном периоде времени;  $i$  – используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью.

В этом случае будущая стоимость вклада ( $S$ ) с учётом начисленной суммы процента определяется по формуле:

$$S = P + I = P(1 + ni).$$

Множитель  $(1 + ni)$  называется множителем (или коэффициентом) наращивания суммы простых процентов. Его значение всегда должно быть больше единицы.

2. При расчёте суммы простого процента в процессе дисконтирования стоимости (т. е. суммы дисконта) используется следующая формула:

$$D = S - S \frac{1}{1 + ni},$$

где  $D$  – сумма дисконта, рассчитанная по простым процентам, за обусловленный период времени в целом;  $S$  – стоимость денежных средств;  $n$  – количество интервалов, по которым осуществляется расчёт процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени;  $i$  – используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью.

В этом случае настоящая стоимость денежных средств ( $P$ ) с учётом рассчитанной суммы дисконта определяется по следующей формуле:

$$P = S - D = S \frac{1}{1 + ni}.$$

Используемый в обоих случаях множитель  $S \frac{1}{1 + ni}$  называется дисконтным множителем (коэффициентом) суммы простых процентов, значение которого всегда должно быть меньше единицы.

**II.** Методический инструментарий оценки стоимости денег по сложным процентам использует более обширную и более усложнённую систему расчётных алгоритмов.

1. При расчёте будущей суммы вклада (стоимости денежных средств) в процессе его наращивания по сложным процентам используется следующая формула:

$$S_c = P(1 + i)^n,$$

где  $S_c$  – будущая стоимость вклада (денежных средств) при его наращивании по сложным процентам;  $P$  – первоначальная сумма вклада;  $i$  – используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью;  $n$  – количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платёж в общем обусловленном периоде времени.

Соответственно, сумма процента ( $I_c$ ) в этом случае определяется по формуле:

$$I_c = S_c - P.$$

2. При расчёте настоящей стоимости денежных средств в процессе дисконтирования по сложным процентам используется следующая формула:

$$P_c = \frac{S}{(1 + i)^n},$$

где  $P_c$  – первоначальная сумма вклада;  $S$  – будущая стоимость вклада при его наращивании, обусловленная условиями инвестирования;  $i$  – используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью;  $n$  – количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платёж в общем обусловленном периоде времени.

Соответственно, сумма дисконта ( $D_c$ ) в этом случае определяется по формуле:

$$D_c = S - P_c.$$

3. При определении средней процентной ставки, используемой в расчётах стоимости денежных средств по сложным процентам, применяется следующая формула:

$$i = \left( \frac{S_c}{P_c} \right)^{1/n} - 1,$$

где  $i$  — средняя процентная ставка, используемая в расчётах стоимости денежных средств по сложным процентам, выраженная десятичной дробью;  $S_c$  — будущая стоимость денежных средств;  $P_c$  — настоящая стоимость денежных средств;  $n$  — количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платёж, в общем обусловленном периоде времени.

4. Длительность общего периода платежей, выраженная количеством его интервалов, в расчётах стоимости денежных средств по сложным процентам определяется путём логарифмирования по следующей формуле:

$$n = \frac{\log(S_c / P_c)}{\log(1 + i)},$$

где  $S_c$  — будущая стоимость денежных средств;  $P_c$  — настоящая стоимость денежных средств;  $i$  — используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью.

5. Определение эффективной процентной ставки в процессе наращивания стоимости денежных средств по сложным процентам осуществляется по формуле:

$$i_s = \left( 1 + \frac{i}{n} \right)^n - 1,$$

где  $i_s$  — эффективная среднегодовая процентная ставка при наращении стоимости денежных средств по сложным процентам, выраженная десятичной дробью;  $i$  — периодическая процентная ставка, используемая при наращении стоимости денежных средств по сложным процентам, выраженная десятичной дробью;  $n$  — количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платёж по периодической процентной ставке на протяжении года.

При оценке стоимости денег во времени по сложным процентам необходимо иметь в виду, что на результат оценки оказывает большое влияние не только используемая ставка процента, но и число

интервалов выплат в течение одного и того же общего платёжного периода. Иногда оказывается более выгодным инвестировать деньги под меньшую ставку процента, но с большим числом интервалов в течение предусмотренного периода платежа.

Используемые в процессе оценки стоимости денег множители  $(1 + i)^n$  и называются  $\left(1 + \frac{i}{n}\right)^n$ , соответственно, множителем наращивания и множителем дисконтирования суммы сложных процентов. Они положены в основу специальных таблиц финансовых вычислений, с помощью которых при заданных размерах ставки процента и количества платёжных интервалов можно легко вычислить настоящую или будущую стоимость денежных средств по сложным процентам.

**III. Методический инструментарий оценки стоимости денег при аннуитете связан с использованием наиболее сложных алгоритмов и определением метода начисления процента – предварительным (пренумерандо) или последующим (постнумерандо).**

1. При расчёте будущей стоимости аннуитета на условиях предварительных платежей (пренумерандо) используется следующая формула:

$$SA_{pre} = R \frac{(1+i)^n - 1}{i} (1+i),$$

где  $SA_{pre}$  – будущая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей (пренумерандо);  $R$  – член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;  $i$  – используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью;  $n$  – количество интервалов, по которым осуществляется каждый платёж, в общем обусловленном периоде времени.

2. При расчёте будущей стоимости аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо), применяется следующая формула:

$$SA_{post} = R \frac{(1+i)^n - 1}{i},$$

где  $SA_{post}$  – будущая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей (постнумерандо);  $R$  – член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;  $i$  – используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью;

$n$  — количество интервалов, по которым осуществляется каждый платёж в общем обусловленном периоде времени.

3. При расчёте настоящей стоимости аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей (пренумерандо), используется следующая формула:

$$PSA_{pre} = R \frac{(1+i)^{-n}}{i} (1+i),$$

где  $PSA_{pre}$  — настоящая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей (пренумерандо);  $R$  — член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;  $i$  — используемая процентная (дисконтная) ставка, выраженная десятичной дробью;  $n$  — количество интервалов, по которым осуществляется каждый платёж, в общем обусловленном периоде времени.

4. При расчёте настоящей стоимости аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо), применяется следующая формула:

$$PA_{post} = R \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i},$$

где  $PA_{post}$  — настоящая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей (постнумерандо);  $R$  — член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;  $i$  — используемая процентная (дисконтная) ставка, выраженная десятичной дробью;  $n$  — количество интервалов, по которым осуществляется каждый платёж, в общем обусловленном периоде времени.

5. При расчёте размера отдельного платежа при заданной будущей стоимости аннуитета используется следующая формула:

$$R = SA_{post} \frac{i}{(1+i)^n - 1},$$

где  $R$  — размер отдельного платежа по аннуитету (член аннуитета при предопределённой будущей его стоимости);  $SA_{post}$  — будущая стоимость аннуитета (осуществляемого на условиях последующих платежей);  $i$  — используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью;  $n$  — количество интервалов, по которым намечается осуществлять каждый платёж, в обусловленном периоде времени.

6. При расчёте размера отдельного платежа при заданной текущей стоимости аннуитета используется такая формула:

$$R = PA_{post} \frac{i(1+i)^n}{1 - (1+i)^n},$$

где  $R$  – размер отдельного платежа по аннуитету (член аннуитета при известной текущей его стоимости);  $PA_{post}$  – настоящая стоимость аннуитета (осуществляемого на условиях последующих платежей);  $i$  – используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью;  $n$  – количество интервалов, по которым намечается осуществлять каждый платёж, в обусловленном периоде времени.

В процессе расчёта аннуитета возможно использование упрощённых формул, основу которых составляет только член аннуитета (размер отдельного платежа) и соответствующий стандартный множитель (коэффициент) его наращенения или дисконтирования.

В этом случае формула для определения будущей стоимости аннуитета (осуществляемого на условиях последующих платежей) имеет вид:

$$SA_{post} = R \cdot I_a,$$

где  $SA_{post}$  – будущая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей;  $R$  – член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;  $I_a$  – множитель наращенения стоимости аннуитета, определяемый по специальным таблицам, с учётом принятой процентной ставки и количества интервалов в периоде платежей:

$$PA_{post} = R \cdot D_a,$$

где  $PA_{post}$  – настоящая стоимость аннуитета (осуществляемого на условиях последующих платежей);  $R$  – член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;  $D_a$  – дисконтный множитель аннуитета, определяемый по специальным таблицам, с учётом принятой процентной (дисконтной) ставки и количества интервалов в периоде платежей.

Использование стандартных множителей (коэффициентов) наращенения и дисконтирования стоимости существенно ускоряет и облегчает процесс оценки стоимости денег во времени.

**IV.** Методический инструментарий оценки стоимости денежных средств с учетом уровня риска даёт возможность осуществлять расчёты как будущей, так и настоящей их стоимости с обеспечением необходимого уровня премии за риск.

1. При оценке будущей стоимости денежных средств с учётом уровня риска используется следующая формула:

$$S_R = P[(1 + A_n)(1 + RP_n)]^n,$$

где  $S_R$  – будущая стоимость вклада (денежных средств), учитывающая уровень риска;  $P$  – первоначальная сумма вклада;  $A_n$  – безрисковая норма доходности на финансовом рынке, выраженная десятичной дробью;  $RP_n$  – уровень премии за риск по конкретному финансовому инструменту (финансовой операции), выраженный десятичной дробью;  $n$  – количество интервалов, по которым осуществляется каждый конкретный платёж, в общем обусловленном периоде времени.

2. При оценке настоящей стоимости денежных средств с учётом уровня риска используется следующая формула:

$$P_R = \frac{S_R}{[(1 + A_n)(1 + RP_n)]^n},$$

где  $P_R$  – настоящая стоимость вклада (денежных средств), учитывающая уровень риска;  $S_R$  – ожидаемая будущая стоимость вклада (денежных средств);  $A_n$  – безрисковая норма доходности на финансовом рынке, выраженная десятичной дробью;  $RP_n$  – уровень премии за риск по конкретному финансовому инструменту (финансовой операции), выраженный десятичной дробью;  $n$  – количество интервалов, по которым осуществляется каждый конкретный платёж, в общем обусловленном периоде времени.

## **2.4. Методический инструментарий оценки фактора инфляции в процессе управления финансовыми рисками**

В финансовом риск-менеджменте постоянно приходится считаться с фактором инфляции, которая с течением времени обесценивает стоимость находящихся в обращении денежных средств.

Влияние инфляции сказывается на многих аспектах финансовой деятельности предприятия. В процессе инфляции происходят: – относительное занижение стоимости отдельных материальных активов, используемых предприятием – основных средств, запасов товарно-материальных ценностей и т. п.;

- снижение реальной стоимости денежных и других финансовых его активов – дебиторской задолженности, нераспределённой прибыли, инструментов финансового инвестирования и т. п.;
- занижение себестоимости производства продукции, вызывающее искусственный рост суммы прибыли и приводящее к росту налоговых отчислений с неё;
- падение реального уровня предстоящих доходов предприятия и т. п.

Особенно значительно фактор инфляции сказывается на проведении долгосрочных финансовых операций предприятия.

Стабильность проявления фактора инфляции и его активное воздействие на результаты финансовой деятельности предприятия определяют необходимость постоянного учёта влияния этого фактора в процессе управления финансовыми рисками.

Концепция учёта влияния фактора инфляции в управлении финансовыми рисками предприятия заключается в необходимости реального отражения стоимости его активов и денежных потоков, а также в обеспечении возмещения потерь доходов, вызываемых инфляционными процессами, при осуществлении различных финансовых операций.

Для оценки интенсивности инфляционных процессов в стране используются два основных показателя, учитывающих фактор инфляции в финансовых вычислениях, – темп и индекс инфляции.

Темп инфляции характеризует показатель, отражающий размер обесценения (снижения покупательной способности) денег в определённом периоде, выраженный приростом среднего уровня цен в процентах к их номиналу на начало периода.

Индекс инфляции характеризует показатель, отражающий общий рост уровня цен в рассматриваемом периоде, определяемый путём суммирования базового их уровня на начало периода, принимаемого за единицу, и темпа инфляции в этом же периоде, выраженного десятичной дробью.

При расчётах, связанных с корректировкой стоимости денег с учётом фактора инфляции, принято использовать два понятия – номинальная и реальная сумма денежных средств.

Номинальная сумма денежных средств отражает оценку размеров денежных активов в соответствующих денежных единицах без

учёта изменения покупательной стоимости денег в рассматриваемом периоде.

Реальная сумма денежных средств отражает оценку размеров денежных активов с учётом изменения уровня покупательной стоимости денег в рассматриваемом периоде, вызванном инфляцией.

Для расчёта этих сумм денежных средств в процессе наращивания или дисконтирования стоимости денег во времени используются соответственно номинальная и реальная ставки процента.

Номинальная процентная ставка характеризует ставку процента, устанавливаемую без учёта изменения покупательной способности денег в связи с инфляцией (или общую процентную ставку, в которой не элиминирована её инфляционная составляющая).

Реальная процентная ставка характеризует ставку процента, устанавливаемую с учётом изменения покупательной стоимости в рассматриваемом периоде в связи с инфляцией.

С учётом рассмотренных базовых понятий формируется конкретный методический инструментарий, позволяющий учесть фактор инфляции в процессе управления финансовыми рисками предприятия. Этот методический инструментарий дифференцируется в разрезе следующих основных вычислений.

I. Методический инструментарий прогнозирования годового темпа и индекса инфляции основывается на ожидаемых среднемесячных её темпах. Такая информация содержится в публикуемых прогнозах экономического и социального развития страны на предстоящий период. Результаты прогнозирования служат основой последующего учёта фактора инфляции в финансовой деятельности предприятия.

II. Методический инструментарий формирования реальной процентной ставки с учётом фактора инфляции основывается на прогнозируемом номинальном её уровне, на финансовом рынке. Результаты такого прогноза отражены обычно в ценах фьючерсных и опционных контрактов, заключаемых на фондовой бирже, и в результатах прогноза годовых темпов инфляции. В основе расчёта реальной процентной ставки с учётом фактора инфляции лежит Модель Фишера.

III. Методический инструментарий оценки стоимости денежных средств с учётом фактора инфляции позволяет осуществлять расчёты как будущей, так и настоящей их стоимости с соответствующей «инфляционной составляющей». В основе осуществления этих расчётов лежит формируемая реальная процентная ставка.

## **2.5. Методический инструментарий оценки фактора ликвидности в процессе управления финансовыми рисками**

Финансовый риск-менеджмент тесно связан с категорией ликвидности, которая применительно к теории управления финансовой деятельностью имеет ряд аспектов. В экономической литературе, посвященной проблеме финансового риск-менеджмента выделяют обычно понятия ликвидности предприятия (возможность его быстрой реализации при банкротстве или самоликвидации), ликвидности активов, обеспечивающей текущую платёжеспособность предприятия, и ликвидности намечаемых объектов инвестирования, обеспечивающей потенциальную возможность быстрого реинвестирования капитала при изменившейся конъюнктуре финансового рынка.

Первые два вида ликвидности имеют дело с безальтернативными вариантами объектов этой ликвидности, уже сформированными целостным имущественным комплексом или отдельными видами активов. В то время как третий вид ликвидности связан с выбором альтернативных объектов, обеспечивающим различный уровень эффективности намечаемых финансовых операций. Эта альтернативность управленческих решений определяет необходимость постоянного учёта фактора ликвидности при осуществлении рискованных операций.

Ликвидность объектов инвестирования оказывает существенное влияние на уровень доходности соответствующих финансовых операций. Чем ниже ликвидность отдельных объектов (инструментов) инвестирования, тем соответственно выше должен быть необходимый уровень доходности по ним, обеспечивающий возмещение финансовых потерь, связанных с предстоящей высокой продолжи-

тельностью их реализации при реинвестировании капитала. Взаимосвязь этих показателей носит обратный характер и формирует шкалу «доходность — ликвидность», определяющую количественные пропорции их уровней в процессе осуществления финансовых операций, связанных с инвестированием капитала. Таким образом, фактор ликвидности является объективным фактором, обуславливающим выбор управленческих решений по формированию уровня доходности соответствующих рискованных финансовых операций.

Концепция учёта фактора ликвидности в управлении финансовыми рисками состоит в объективной оценке её уровня по намечаемым объектам инвестирования с целью обеспечения необходимого уровня доходности по ним, возмещающего возможное замедление денежного оборота предприятия при реинвестировании капитала.

Методический инструментарий учёта фактора ликвидности позволяет решать основной круг задач, определяемых при подготовке соответствующих инвестиционных решений в процессе финансового риск-менеджмента. Дифференциация этого методического инструментария отражает следующую систематизацию задач учёта фактора ликвидности в процессе управления финансовыми рисками предприятия:

1) методический инструментарий оценки уровня ликвидности инвестиций — обеспечивает осуществление такой оценки в абсолютных и относительных показателях;

2) методический инструментарий формирования необходимого уровня доходности инвестиционных операций с учётом фактора ликвидности — основан на взаимозависимости этих показателей, определяющих шкалу «доходность — ликвидность»;

3) методический инструментарий оценки стоимости денежных средств с учётом фактора ликвидности — позволяет формировать сравнимые инвестиционные потоки, обеспечивающие необходимый уровень премии за ликвидность.

## **2.6. Методы обоснования управленческих решений в условиях риска и неопределенности**

Обоснование и выбор конкретных управленческих решений, связанных с финансовыми рисками, базируется на концепции и методологии «теории принятия решений». Эта теория предполагает, что решениям, связанным с риском, всегда свойственны элементы неизвестности конкретного поведения исходных параметров, которые не позволяют чётко детерминировать значения конечных результатов этих решений. В зависимости от степени неизвестности предстоящего повеления исходных параметров принятия решений различают «условия риска», в которых вероятность наступления отдельных событий, влияющих на конечный результат, может быть установлена с той или иной степенью точности, и условия неопределённости, в которых из-за отсутствия необходимой информации такая вероятность не может быть установлена.

Теория принятия решений в условиях риска и неопределённости основывается на следующих исходных положениях:

1) объект принятия решения чётко детерминирован. И по нему известны основные из возможных факторов риска. В финансовом менеджменте такими объектами выступают отдельная финансовая операция, конкретный вид ценных бумаг, группа взаимоисключающих реальных инвестиционных проектов и т. п.;

2) по объекту принятия решения избран показатель, который наилучшим образом характеризует эффективность этого решения. По краткосрочным финансовым операциям таким показателем избирается обычно сумма или уровень чистой прибыли, а по долгосрочным – чистый приведённый доход или внутренняя ставка доходности;

3) по объекту принятия решения избран показатель, характеризующий уровень его риска. Финансовые риски характеризуются обычно степенью возможного отклонения ожидаемого показателя эффективности – чистой прибыли, чистого приведённого дохода и т. п. от средней или ожидаемой его величины;

4) имеется конечное количество альтернатив принятия решения – конечное количество альтернативных реальных инвестиционных проектов, конкретных ценных бумаг, способов осуществления определённой финансовой операции и т. п.;

5) имеется конечное число ситуаций развития события под влиянием изменения факторов риска. В финансовом менеджменте каждая из таких ситуаций характеризует одно из возможных предстоящих состояний внешней финансовой среды под влиянием изменений отдельных факторов риска. Число таких ситуаций в процессе принятия решений должно быть детерминировано в диапазоне от крайне благоприятных – наиболее оптимистическая ситуация, до крайне неблагоприятных – наиболее пессимистическая ситуация;

6) по каждому сочетанию альтернатив принятия решений и ситуаций развития события может быть определён конечный показатель эффективности решения – конкретное значение суммы чистой прибыли, чистого приведённого дохода и т. п., соответствующие данному сочетанию;

7) по каждой из рассматриваемых ситуаций возможна или невозможна оценка вероятности её реализации. Возможность осуществления оценки вероятности разделяет всю систему принимаемых рискованных решений на ранее рассмотренные условия их обоснования («условия риска» или «условия неопределённости»);

8) выбор решения осуществляется по наилучшей из рассматриваемых альтернатив.

Методология теории принятия решения в условиях риска и неопределённости предполагает построение в процессе обоснования рискованных решений так называемой «матрицы решений».

В приведённой матрице значения  $A_1; A_2; \dots; A_n$  характеризует каждый из вариантов альтернатив принятия решения; значения  $C_1; C_2; \dots; C_n$  – каждый из возможных вариантов ситуации развития событий; значения  $\Theta_{11}; \Theta_{12}; \Theta_{1n}; \Theta_{2n}; \dots; \Theta_{nn}$  – конкретный уровень эффективности решения, соответствующий определённой альтернативе при определённой ситуации.

Приведённая матрица решений характеризует один из её видов, обозначаемый как «матрица выигрышей», так как она рассматривает показатель эффективности. Возможно построение матрицы решений и другого вида, обозначаемой как «матрица рисков», в которой вместо показателя эффективности используется показатель финансовых потерь, соответствующих определённым сочетаниям альтернатив принятия решений и возможным ситуациям развития событий.

На основе указанной матрицы рассчитывается наилучшее из альтернативных решений по избранному критерию. Методика этого расчёта дифференцируется для условий риска и условий неопределённости.

### **Контрольные вопросы**

1. Что является важнейшим показателем, характеризующим меру финансового риска предприятия?
2. Что подразумевает увеличение уровня доходности финансовых операций?
3. Что подразумевает снижение уровня доходности финансовых операций?
4. Что показывает уровень финансового риска?
5. Как рассчитывается уровень финансового риска?
6. Как рассчитывается дисперсия?
7. Как рассчитывается среднеквадратическое (стандартное) отклонение?
8. Как рассчитывается коэффициент вариации?
9. Как рассчитывается бета-коэффициент?
10. В чем проявляются особенности последующего метода начисления процента?

## **Тема 3. СИСТЕМАТИЧЕСКИЕ ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ. ОЦЕНКА СИСТЕМАТИЧЕСКОГО ФИНАНСОВОГО РИСКА**

### **3.1. Понятие и сущность систематического финансового риска. Взаимосвязь конъюнктуры и систематического риска. Виды экономической конъюнктуры**

Риск — сочетание вероятности и последствий наступления неблагоприятных событий.

Риском зачастую также называют непосредственно предполагаемое событие, способное нанести кому-либо ущерб или убыток.

В целом общий риск в финансовой деятельности предприятий можно представить в виде двух составляющих: систематический и несистематический риск.

Финансовая деятельность предприятий и их систематические риски неразрывно связаны с функционированием финансового рынка, развитием его видов и сегментов, состоянием его конъюнктуры. В наиболее общем виде финансовый рынок представляет собой рынок, на котором объектом покупки-продажи выступают разнообразные финансовые инструменты и финансовые услуги.

Финансовый рынок представляет собой чрезвычайно сложную систему, в которой деньги и другие финансовые активы и обязательства предприятий и иных его участников обращаются самостоятельно, независимо от характера обращения реальных товаров. Этот рынок оперирует многообразными финансовыми инструментами, обслуживается специфическими финансовыми институтами, располагает довольно разветвлённой и разнообразной финансовой инфраструктурой.

Понятие «финансовый рынок» является в определённой мере собирательным, обобщённым. В реальной практике оно характеризует обширную систему отдельных видов финансовых рынков с разнообразными сегментами каждого из этих видов. Современная систематизация финансовых рынков выделяет различные их виды в соответствии со следующими основными признаками.

Систематический риск (systematic risk) — обусловленный факторами, влияющими на весь рынок в целом, такими как изменения

в национальной экономике, проводимая Конгрессом США налоговая реформа или изменение ситуации в энергетической отрасли в мире.

Таким образом, систематический риск является объектом, не поддающимся влиянию воздействий со стороны управления.

Риски присутствуют всегда. Систематический риск в большинстве случаев является неизбежным.

К этим видам риска относят:

- политические риски – политическая нестабильность, социально-экономические изменения;
- природные и экологические риски – стихийные бедствия;
- правовые риски – нестабильность и несовершенство законодательства;
- экономические риски – резкие колебания курсов валют, меры государства в сфере налогообложения, ограничения или расширения экспорта-импорта, валютного законодательства и др.

Степень активности и изменчивости финансового рынка в разрезе отдельных его видов и сегментов, соотношение отдельных его элементов – объёма спроса и предложения, уровня цен на отдельные финансовые инструменты – определяют систематический риск, который может быть определён путём изучения его конъюнктуры.

Конъюнктура финансового рынка представляет собой форму проявления системы факторов (условий), характеризующих состояние спроса, предложения, цен и конкуренции на рынке в целом, отдельных его видов и сегментов.

Динамика конъюнктуры финансового рынка характеризуется постоянной колеблемостью отдельных его элементов. Эти колебания носят разный характер, принимают различные формы и классифицируются по следующим основным признакам.

1. По масштабу колебаний конъюнктуры выделяются следующие основные виды этих колебаний:

а) колебания конъюнктуры финансового рынка в целом. Такие колебания носят наиболее масштабный характер, определяемый действием макроэкономических факторов и существенным изменением форм государственного регулирования этого рынка. Они происходят одновременно и однонаправленно на всех видах финансового рынка. Влияние этих рисков достаточно велико, поэтому

их нельзя преодолеть диверсификацией. Другими словами, такому типу риска будет подвержен даже инвестор, располагающий хорошо диверсифицированным портфелем;

б) колебания конъюнктуры отдельных трендов финансового рынка. Такие колебания происходят под воздействием отдельных макроэкономических факторов или изменения форм государственного регулирования конкретных видов финансовых рынков.

В рамках отдельных периодов колебания конъюнктуры различных финансовых рынков могут носить разнонаправленный характер;

в) колебания конъюнктуры в отдельных сегментах финансового рынка. Такие колебания могут вызываться действием отдельных макро- и микроэкономических факторов и по направленности могут не соответствовать тенденциям развития конкретного вида финансового рынка;

г) колебания конъюнктуры по отдельным финансовым инструментам. Такие колебания определяются преимущественно действием микроэкономических факторов, и прежде всего, изменением финансового состояния продавцов этих инструментов (отдельных банков и других кредитно-финансовых учреждений; предприятий-эмитентов ценных бумаг; отдельных страховых компаний и т. п.).

2. По стадиям конъюнктурного цикла эти колебания охватывают все уровни финансового рынка и носят продолжительный характер. Для финансового рынка в целом и отдельных его уровней характерны следующие четыре стадии конъюнктурного цикла:

а) подъём конъюнктуры связан с повышением активности рыночных процессов в связи с оживлением экономики в целом. Проявление подъёма конъюнктуры характеризуется ростом объёма спроса на отдельные финансовые инструменты, повышением уровня цен (ставки процента) на них, возрастанием конкуренции среди операторов финансового рынка, финансовых посредников и т. п. Фондовый рынок в период подъёма конъюнктуры характеризуется как «бычий»;

б) конъюнктурный бум характеризует резкое возрастание спроса на основные финансовые инструменты, особенно объекты инвестирования, которое предложение (несмотря на его рост) полностью удовлетворить не может. В этот период растут цены (ставки процента) на объекты инвестирования, повышаются доходы инве-

сторов, финансовых посредников и операторов финансового рынка. «Бычий рынок» в этот период достигает своего пика;

в) ослабление конъюнктуры финансового рынка связано со снижением инвестиционной активности в связи с началом спада в экономике в целом, относительно высоким предложением различных финансовых инструментов при снижении спроса на них. Для этой стадии характерны сначала стабилизация, а затем и начало снижения цен на большинство финансовых инструментов. Фондовый рынок в этот период начинает формироваться как «медвежий»;

г) конъюнктурный спад на финансовом рынке является наиболее неблагоприятным его периодом с позиций инвестиционной активности, объёма продажи финансовых инструментов и уровня их доходности (кроме долговых ценных бумаг и депозитных вкладов). На этой стадии конъюнктуры финансового рынка существенно снижаются цены на объекты инвестирования, «медвежий рынок» достигает своего пика.

3. По продолжительности колебаний конъюнктуры выделяют следующие виды этих колебаний:

а) сверхсрочные колебания конъюнктуры. Продолжительность таких колебаний составляет период от нескольких часов (т. е. в рамках одних биржевых торгов) до нескольких дней. Они вызываются действием случайных факторов, как правило, поступлением неверной информации на рынок и обычно непредсказуемы;

б) краткосрочные колебания конъюнктуры. Продолжительность таких колебаний составляет период от нескольких дней до нескольких недель. Они вызываются активной спекулятивной игрой отдельных участников рынка (игрой на повышение или игрой на понижение курсовой стоимости отдельных финансовых инструментов); реакцией на существенные изменения конъюнктуры зарубежных финансовых рынков, последствия которых для национального рынка трудно предугадать; действием других случайных факторов;

в) среднесрочные колебания конъюнктуры. Продолжительность таких колебаний составляет период от нескольких недель до нескольких месяцев. Они носят характер «рыночных волн» и вызываются действием сезонных или иных факторов, которые могут быть выявлены в процессе трендового анализа уровня цен на отдельные финансовые инструменты;

г) долгосрочные колебания конъюнктуры. Продолжительность таких колебаний составляет период от нескольких месяцев до нескольких лет. Такие колебания вызываются обычно:

- сменой фаз развития экономики страны в целом;
- изменением стадий конъюнктурного цикла;
- сменой стадий жизненного цикла отдельных финансовых инструментов;
- кардинальным изменением форм государственного регулирования финансового рынка в связи с корректировкой финансовой политики государства и другими аналогичными существенными факторами долгосрочного характера.

В связи с циклическим развитием и постоянной изменчивостью финансового рынка в разрезе отдельных его видов и сегментов риск-менеджерам необходимо систематически изучать состояние его конъюнктуры для формирования эффективной финансовой стратегии, корректировки финансовой политики по отдельным аспектам, принятия экономически обоснованных решений. Это изучение охватывает следующие три этапа:

1) текущее наблюдение за состоянием финансового рынка, в первую очередь, в тех сегментах, в которых предприятие осуществляет свою финансовую деятельность. Такое наблюдение требует формирования целенаправленной системы показателей, характеризующих отдельные его элементы (спрос, предложение, цены, конкуренцию), а также организации постоянного их мониторинга. Результаты текущего наблюдения за конъюнктурой финансового рынка фиксируются в табличной или графической формах;

2) анализ текущей конъюнктуры финансового рынка и выявление современных тенденций её развития. Этот анализ состоит в выявлении особенностей конкретных сегментов финансового рынка и тех изменений, которые происходят на рынке в момент наблюдения по сравнению с предшествующим периодом. Анализ конъюнктуры финансового рынка проводится в два этапа. На первом этапе анализа проводится расчёт системы аналитических показателей, характеризующих текущую конъюнктуру финансового рынка (на основе информативных показателей текущего наблюдения). На втором этапе выявляются предпосылки к изменению текущей стадии конъюнктуры финансового рынка.

3. Прогнозирование конъюнктуры финансового рынка для выбора основных направлений стратегии финансовой деятельности и формирования инвестиционного портфеля. Такой прогноз осуществляется по следующим трём этапам:

а) выбор периода прогнозирования. Различают краткосрочный (до одного месяца), среднесрочный (на несколько предстоящих месяцев) и долгосрочный (до двух лет) прогноз конъюнктуры финансового рынка. Краткосрочный прогноз служит для выработки текущих финансовых решений в области формирования капитала, портфеля краткосрочных финансовых вложений и т. п.; он разрабатывается с учётом влияния краткосрочных факторов, выявленных в процессе анализа краткосрочных колебаний конъюнктуры на отдельных сегментах финансового рынка. Среднесрочный прогноз служит для корректировки финансовой политики по отдельным аспектам финансовой деятельности; формирования портфеля долгосрочных финансовых вложений и некапиталоёмких объектов реального инвестирования. Долгосрочный прогноз связан, прежде всего, с выработкой финансовой стратегии и формированием инвестиционных решений о реализации крупных (капиталоёмких) реальных инвестиционных проектов;

б) определение глубины прогнозных расчётов. Эта глубина определяется целями финансовой деятельности и связана с соответствующей углублённой сегментацией финансового рынка – рынка ценных бумаг, рынка депозитных инструментов, кредитного рынка и т. п.;

в) выбор методов прогнозирования и осуществления прогнозных расчётов. Прогнозирование конъюнктуры финансового рынка осуществляется в современных условиях двумя основными группами методов – «техническим» (в качестве его аналога используются термины «прикладной» или «трендовый») и «фундаментальным» (в качестве его аналога используется термин «факторный»). Метод технического анализа основан на распространении выявленной в процессе предшествующего исследования конъюнктурной тенденции изменения уровня цен на предстоящий период, с учётом предстоящего изменения стадии конъюнктуры финансового рынка. Этот метод является недостаточно точным и может быть использован лишь для краткосрочного и среднесрочного прогнозирования.

Метод фундаментального анализа основан на изучении отдельных факторов, влияющих на спрос, предложение и уровень цен на финансовом рынке, а также на определении возможного изменения этих факторов в предстоящем периоде. Более подробная характеристика методов технического и фундаментального анализа конъюнктуры финансового рынка рассматривается в последующих разделах.

Оба этих метода могут быть дополнены при прогнозировании конъюнктуры финансового рынка методом экспертных оценок.

### **3.2. Исследование конъюнктуры методами технического анализа**

В системе методов исследования конъюнктуры финансового рынка наибольшее распространение в риск-менеджменте получил технический анализ. Хотя методологические принципы технического анализа были разработаны применительно к рынку ценных бумаг, они почти в полном диапазоне могут быть использованы и при исследовании конъюнктуры других видов финансовых рынков, в первую очередь, в организованном (биржевом) их секторе.

Технический анализ предполагает изучение внутренней информации, генерируемой самим рынком, в первую очередь, данных о динамике важнейших его элементов. Концепция и методологические принципы технического анализа базируются на том, что динамика основных элементов рынка — объёма спроса, уровня цен и т. п. подвержена определённым закономерностям, которые с большой долей вероятности должны проявиться и в предстоящем периоде. Таким образом, методологический аппарат технического анализа, т. е. исследование динамики внутренних технических характеристик самого финансового рынка может быть применён как для анализа, так и для прогнозирования его конъюнктуры.

Основу аналитического аппарата технического анализа составляет построение и интерпретация графиков динамики уровня цен и объёмов продажи отдельных видов финансовых инструментов. В процессе технического анализа используются следующие виды графиков:

1) линейный график динамики. Это наиболее простой вид графика, отражающий только одно значение изучаемого показателя,

например, минимальный уровень цен на финансовом инструменте в наблюдаемом периоде. Этот вид графика не требует привлечения большого числа значений изучаемого показателя и является наиболее наглядным при анализе линии тренда. Вместе с тем он не позволяет исследовать диапазон изменения изучаемого показателя в каждом из периодов наблюдения, что снижает его аналитическую ценность;

2) столбцовый график динамики. На этом графике каждое значение наблюдаемого показателя в отдельном периоде представлено в определенном диапазоне (столбце): от минимального до максимального. Кроме того, на столбце графика могут быть помещены и другие значения показателя, например, слева – начальный уровень цен («курс открытия»), а справа – последний наблюдаемый уровень цен («курс закрытия»). Такой диапазон значений наблюдаемого показателя в каждом периоде даёт возможность учёта всех нюансов его динамики не только в анализируемом отрезке времени, но и в течение каждого из периодов наблюдения;

3) фигурный график динамики. Являясь достаточно сложным, этот график даёт наиболее общее представление о динамике изучаемого показателя и изменении его трендов. В этом графике горизонтальная ось времени отсутствует, а сетка координат фиксирует лишь изменение показателя в определённом направлении (его рост или понижение). Для этого избирается количественный масштаб изменения, принимаемый за один шаг (он должен соответствовать значимым изменениям наблюдаемого показателя). Построение фигурного графика в избранной системе координат начинается с обозначения в ней начального уровня наблюдаемого показателя (на графике – знак «Л»). По отношению к нему обозначаются затем изменения уровня в сторону его повышения (обозначаемые по каждому шагу знаком «Х») или понижения (обозначаемые по каждому шагу знаком «О»). При этом каждая колонка в сетке координат отражает лишь одну тенденцию наблюдаемого показателя – восходящую или нисходящую. Переход к построению следующей колонки начинается лишь с того момента, когда тенденция изменилась на противоположную.

В процессе графического изучения текущей динамики наблюдаемых показателей методами технического анализа ставятся следующие основные задачи:

1) определить характер тенденций изучаемого показателя. В зависимости от объёма накопленной информации и задач анализа конъюнктуры рынка выделяют краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные тенденции изменения наблюдаемого показателя;

2) определить «точки перелома» тенденции. Под «точками перелома» тенденции понимаются максимальные или минимальные значения наблюдаемого показателя, после которых тенденция изменяется на противоположную;

3) определить уровни поддержки и сопротивления наблюдаемого показателя. Уровень поддержки представляет собой выстроенную на графике линию соединения всех минимальных значений наблюдаемого показателя по соответствующим «точкам перелома», а уровень сопротивления – аналогичную линию, выстроенную по максимальным его значениям;

4) определить частоту и характер разрывов наблюдаемого показателя. Разрыв характеризует существенные различия между конечным уровнем наблюдаемого показателя в конце предшествующего периода наблюдения и его начальным уровнем в последующем периоде наблюдения. Если наблюдение осуществляется ежедневно, то разрыв может быть результатом реакции участников рынка на вечернюю или ночную информацию. Обычно разрыв является сигналом последующей смены тенденции наблюдаемого показателя.

Большое значение в теории технического анализа придаётся построению графиков не по двум параметрам (уровень цены – время), а по трём (уровень цены – объём продажи – время). Это обусловлено тем, что продолжительные наблюдения за комплексом этих показателей отобразили, что их тенденции позволяют заранее предопределять точки перелома рынка.

С этих позиций рассматриваются три принципиальных сочетания тенденций уровня цены и объёма реализации определённого финансового инструмента:

1) рост цены сопровождается увеличением объёма реализации. Такое сочетание тенденций свидетельствует о нормальном развитии рынка и отвечает основному принципу технического анализа;

2) рост цены сопровождается снижением объёма реализации. Такая динамика рассматриваемых показателей является предвест-

ником перелома тенденции с рынка «быков» на рынок «медведей». То есть предстоящее снижение уровня цен на рассматриваемый финансовый инструмент;

3) снижение цены сопровождается ростом объёма реализации. Такая динамика рассматриваемых показателей также сигнализирует о предстоящем переломе тенденции в обратном направлении с рынка «медведей» на рынок «быков». То есть о предстоящем возращении уровня цен на рассматриваемый финансовый инструмент.

### **3.3. Исследование конъюнктуры методами фундаментального анализа**

В системе методов исследования конъюнктуры рынка наиболее надёжным методическим аппаратом является фундаментальный анализ, хотя сложность и относительно высокая стоимость его проведения существенно сдерживают сферу его применения.

Результаты фундаментального анализа являются главным условием высокой степени эффективности финансового рынка (в то время как результаты технического анализа могут обеспечить эффективность финансового рынка лишь в слабой степени).

Диапазон исследований финансового рынка на основе методов фундаментального анализа наиболее широкий.

Основными направлениями такого исследования являются:

- 1) анализ и прогнозирование конъюнктуры финансового рынка в целом в увязке с общеэкономическим развитием страны;
- 2) анализ и прогнозирование конъюнктуры отдельных видов и сегментов финансового рынка.
- 3) анализ и оценка перспектив финансового развития отдельных отраслей экономики;
- 4) анализ и оценка перспектив финансового развития отдельных регионов страны;
- 5) анализ и оценка финансового состояния и перспектив финансового развития отдельных участников финансового рынка (кредитно-финансовых учреждений, страховых компаний, эмитентов различных видов фондовых инструментов и т. п.);

б) сравнительный анализ финансовых и инвестиционных качеств отдельных финансовых инструментов и соответственное прогнозирование динамики уровня цен на них.

Фундаментальный (или как его ещё называют – факторный) анализ основан на исследовании отдельных факторов, влияющих на динамику изучаемых показателей, и определении возможного изменения этих факторов в предстоящем периоде.

При этом в зависимости от направления исследования, осуществляемого с помощью фундаментального анализа, все факторы подразделяются на следующие основные группы:

- макроэкономические факторы, определяющие развитие экономики страны в целом;
- отраслевые факторы;
- региональные факторы;
- внутрирыночные факторы развития финансового рынка в целом и в разрезе отдельных его видов и сегментов;
- микроэкономические факторы, определяющие финансовое развитие отдельных участников финансового рынка;
- конкретные факторы, определяющие характер обращения на рынке отдельных видов финансовых инструментов.

1. Макроэкономические факторы, определяющие развитие экономики страны в целом, оказывают влияние на результаты исследования, осуществляемые в процессе фундаментального анализа по всем их направлениям.

Основными из этой группы факторов являются:

- фаза экономического развития страны и предпосылки её смены в предстоящем периоде;
- динамика валового внутреннего продукта;
- динамика национального дохода и пропорций его распределения на потребление и накопление;
- динамика объёма доходов государственного бюджета и размера бюджетного дефицита;
- тенденции и объёмы эмиссии денег;
- уровень денежных доходов населения;
- объём депозитных и сберегательных вкладов населения;
- индекс (или темп) инфляции;
- уровень учётной ставки центрального банка и др.

2. Отраслевые факторы используются в процессе оценки методами фундаментального анализа инвестиционной привлекательности отдельных отраслей, а также в процессе прогнозирования спроса на кредитные ресурсы, отдельные страховые продукты и т. п.

К числу основных факторов этой группы относятся:

- стадия жизненного цикла отрасли;
- уровень государственной поддержки развития отрасли;
- динамика отраслевого объёма продукции;
- среднеотраслевой индекс цен;
- среднеотраслевой уровень рентабельности активов и собственного капитала; уровень коммерческого и финансового риска, характерный для отрасли и др.

3. Региональные факторы используются в процессе анализа и прогнозирования развития региональных финансовых рынков, а также для оценки инвестиционных качеств отдельных ценных бумаг, эмитированных региональными государственными органами.

Из факторов этой группы к числу основных, используемых в процессе фундаментального анализа, относятся:

- удельный вес региона в валовом внутреннем продукте и национальном доходе;
- соотношение доходной и расходной частей регионального бюджета;
- уровень доходов населения региона; соотношение городских и сельских жителей в регионе;
- уровень развития рыночных отношений и инфраструктуры регионального финансового рынка;
- численность и состав региональных институциональных участников финансового рынка;
- наличие валютных, фондовых, товарных и других бирж.

4. Внутривыночные факторы развития финансового рынка в целом и в разрезе отдельных его видов и сегментов учитываются в процессе всех направлений исследований, осуществляемых методами фундаментального анализа.

В составе основных факторов этой группы обычно выделяются следующие:

- объём спроса и предложения на финансовом рынке;
- динамика роста фактического объёма сделок на рынке;

- динамика изменения уровня цен на основные финансовые инструменты;
- ёмкость финансового рынка – расчётный показатель потенциально возможного объёма сделок на финансовом рынке, обеспечивающий полное удовлетворение спроса на отдельные финансовые инструменты при сложившемся уровне цен;
- количество и состав основных финансовых инструментов, обращающихся на рынке;
- динамика изменения основных индикаторов финансового рынка в отчётном периоде;
- соотношение продажи основных финансовых инструментов на организованном и неорганизованном рынках.

5. Микроэкономические факторы, определяющие финансовое развитие отдельных участников финансового рынка, учитываются в процессе осуществления фундаментального анализа отдельных эмитентов, заёмщиков, страхователей и других категорий участников с целью выявления объёма спроса в отдельных сегментах рынка и уровня риска осуществления отдельных финансовых операций.

В процессе использования соответствующих методов фундаментального анализа учитываются следующие основные факторы:

- темпы экономического развития соответствующих хозяйствующих субъектов;
- динамика прироста их активов и собственного капитала;
- соотношение используемого собственного и заёмного капитала, уровень кредитоспособности и платёжеспособности покупателей финансовых инструментов и эмитентов, уровень финансового равновесия их экономического развития и др.

6. Конкретные факторы, определяющие характер обращения на рынке отдельных видов финансовых инструментов, определяются видом финансового рынка и особенностями этих инструментов. Особое значение в процессе осуществления фундаментального анализа придаётся таким факторам, как ликвидность отдельных финансовых инструментов, объёмы сделок по ним, колеблемость уровня цен на них и некоторым другим.

В процессе прогнозирования конъюнктуры финансового рынка на основе фундаментального анализа используются следующие основные методы:

1) метод прогнозирования «сверху-вниз». Предусматривает осуществление прогнозных расчётов в направлении от общего к частному. В процессе осуществления таких прогнозных расчётов:

- вначале оценивается возможное изменение параметров общеэкономического развития страны;
- затем прогнозируются основные параметры предстоящего развития отдельных элементов финансового рынка в целом;
- после этого прогнозируется конъюнктура отдельных видов финансовых рынков;
- затем осуществляется прогноз конъюнктуры отдельных сегментов финансового рынка, интересующих его участника;
- на завершающей стадии прогнозных расчётов определяются вероятные параметры обращения на рынке конкретных видов финансовых инструментов.

Базой каждого последующего этапа прогнозирования (при его следовании «вниз») являются результаты прогнозных расчётов, осуществлённых на предшествующей стадии. При наличии соответствующей информационной базы такой подход к прогнозированию конъюнктуры финансового рынка на всех его уровнях является наиболее фундаментальным и одновременно наиболее трудоёмким;

2) метод прогнозирования «снизу-вверх» предусматривает осуществление прогнозных расчётов в обратной последовательности:

- вначале проводится оценка предстоящей деятельности конкретного предприятия-эмитента ценных бумаг;
- затем осуществляется прогнозная оценка инвестиционной привлекательности отрасли, к которой принадлежит эмитент;
- после этого прогнозируются показатели конъюнктуры сначала сегмента, а затем и вида финансового рынка, на котором эти ценные бумаги будут обращаться.

Число уровней прогнозирования определяет при этом сам аналитик, исходя из стоящих перед ним задач. Основным недостатком данного метода является возможная некорректность прогнозных показателей более высоких уровней, если расчёты осуществляются без достаточного учёта взаимосвязей отдельных уровней — в этом случае разные аналитики одного и того же предприятия могут прийти к совершенно различным результатам. Поэтому на практике

этот метод прогнозирования используется в сочетании с системой «сверху-вниз»;

3) вероятностный метод прогнозирования осуществляется в условиях недостатка исходной информации, особенно характеризующей предстоящую динамику макроэкономических факторов. Прогнозирование отдельных показателей конъюнктуры финансового рынка на всех его уровнях носит многовариантный характер. Осуществляется в диапазоне от оптимистической до пессимистической оценок возможного развития отдельных факторных показателей.

Такой метод прогнозирования конъюнктуры финансового рынка, используемый в фундаментальном анализе, даёт возможность определить диапазон колебаний отдельных её показателей и в рамках этого диапазона избрать наиболее вероятный вариант его развития. Диапазон колебаний отдельных значений прогнозируемой конъюнктуры финансового рынка или динамики отдельных финансовых инструментов создаёт достаточно надёжную информационную базу для оценки возможных финансовых рисков — как систематического, так и не систематического;

4) метод эконометрического моделирования прогнозируемых показателей конъюнктуры финансового рынка или отдельных финансовых инструментов основан на построении индивидуальных эконометрических (экономико-математических) моделей, как правило, многофакторных:

- на первом этапе исследуется влияние отдельных факторов на развитие изучаемого показателя (на основе методов парной корреляции);
- затем ранжируются и отбираются для построения модели наиболее значимые факторы, по которым строится многофакторная модель (модель множественно регрессии);
- после этого устанавливается плановое значение отдельных факторов, которые подставляются в модель для получения искомым прогнозных результатов.

Современная практика использует большое многообразие эконометрических моделей прогнозирования, применяемых в фундаментальном анализе для различных его целей и показателей;

5) метод моделирования финансовых коэффициентов используется в основном для прогнозирования показателей развития от-

дельных участников финансового рынка. Система таких коэффициентов, рассмотренная ранее, позволяет оценить финансовую устойчивость, платёжеспособность, рентабельность и другие стороны предстоящей финансовой деятельности конкретного предприятия. В этих случаях для расчёта отдельных коэффициентов используется разработанная на предприятии система текущих финансовых планов. Кроме того, метод моделирования финансовых коэффициентов применяется в фундаментальном анализе и при прогнозировании показателей, характеризующих обращение отдельных финансовых инструментов на рынке (коэффициенты их рыночной стоимости, доходности, ликвидности и т. п.);

б) метод объектно-ориентированного моделирования (или метод построения электронных таблиц) основан на разложении отдельных прогнозируемых интегральных показателей на ряд частных их значений при использовании компьютерных электронных таблиц (он подробно рассмотрен ранее при изложении методологии осуществления интегрального финансового анализа). Построив в форме электронной таблицы соответствующую модель формирования интегрального показателя, можно, подставляя в неё соответствующие исходные плановые данные, получать искомые результаты прогноза. Метод объектно-ориентированного моделирования, используемый в фундаментальном анализе, даёт возможность осуществления многовариантных прогнозных расчётов.

Использование в сочетании методического аппарата фундаментального и технического анализа создаёт предпосылки для осуществления надёжных прогнозов конъюнктуры финансового рынка на различных его уровнях в процессе оценки и управления финансовыми рисками предприятия.

### **Контрольные вопросы**

1. Что такое систематический риск?
2. Поддаётся ли систематический риск влиянию со стороны отдельного предприятия?
3. Возможно ли избежать систематического риска?
4. К какому виду относятся политические риски?
5. Что представляет собой конъюнктура финансового рынка?
6. Как можно охарактеризовать колебания конъюнктуры финансового рынка в целом?
7. Как можно характеризовать колебания конъюнктуры финансового рынка в целом?
8. Как можно охарактеризовать колебания конъюнктуры отдельных трендов финансового рынка?
9. Как охарактеризовать конъюнктурный бум?
10. Что такое конъюнктурный спад?

## **Тема 4. НЕСИСТЕМАТИЧЕСКИЕ ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ ПРЕДПРИЯТИЯ**

### **4.1. Исследование внутренней финансовой среды функционирования предприятия**

Несистематические финансовые риски генерируются, как правило, финансовой деятельностью конкретного предприятия. Поэтому их исследование предполагает изучение внутренней финансовой среды функционирования предприятия. Под внутренней финансовой средой функционирования предприятия понимается система внутренних условий и факторов, влияющих на организацию, формы и результаты его финансовой деятельности. Внутренняя финансовая среда находится под непосредственным контролем руководителей и специалистов финансовых служб предприятия и включает в себе тот финансовый потенциал и те финансовые угрозы, которые непосредственно влияют на реализацию его целей и задач в предстоящем периоде.

Исследование внутренней финансовой среды функционирования предприятия базируется в основном на методологическом аппарате SWOT-анализа, направленном на выявление сильных и слабых сторон финансовой деятельности предприятия.

В последние годы развитие этого подхода получило отражение в SNW-анализе, используемом исключительно для анализа факторов внутренней среды предприятия. Аббревиатура SNW отражает характер позиции предприятия по исследуемому фактору:

S – сильная позиция [strength position];

N – нейтральная позиция [neutral position];

W – слабая позиция [weakness position].

Сопоставление SNW-анализа и SWOT-анализа (по характеру оценки влияния отдельных факторов внутренней среды предприятия) показывает, что система этой оценки в SNW-анализе дополняется нейтральной позицией (сильная и слабая оценка позиции присуща обоим методам).

Нейтральная позиция оценки того или иного фактора внутренней среды предприятия соответствует, как правило, средне-

отраслевым его значениям по аналогичным предприятиям. Такой подход позволяет рассматривать нейтральную позицию того или иного фактора, влияющего на финансовую деятельность предприятия, как критерий минимально необходимого финансового его состояния.

Систему исследуемых факторов внутренней финансовой среды каждое предприятие формирует самостоятельно с учётом специфики своей финансовой деятельности. Факторы, которые характеризуют отдельные аспекты финансовой деятельности предприятия, рассматриваются обычно в комплексе и отражают его финансовую политику по тому или иному из этих аспектов.

Характер факторов, определяющих сильные и слабые стороны финансовой деятельности предприятия, оценивается по пятибалльной системе (оценка нейтральной позиции принимается за нулевую). Результаты оценки отдельных факторов внутренней финансовой среды, полученные в процессе SWOT-анализа и SNW-анализа, дополняются при необходимости их оценкой методами портфельного (портфеля дебиторской задолженности, портфеля кредиторской задолженности, портфеля инвестиций), сценарного и экспертного финансового анализа. По результатам оценки важнейших факторов внутренней финансовой среды составляется матрица сильных и слабых сторон финансовой деятельности предприятия. Комплексная оценка стратегической финансовой позиции предприятия интегрирует результаты анализа всех видов финансовой среды функционирующего предприятия.

Осуществление такой оценки позволяет:

- чётко идентифицировать основные особенности осуществления финансовой деятельности на данном предприятии, определить его «финансовое лицо»;
- оценить достигнутые результаты управления финансовой деятельностью предприятия;
- выявить проблемные зоны в финансовом развитии рассматриваемого предприятия и в системе управления его финансовой деятельностью;
- объективно оценить возможности предстоящего финансового развития данного предприятия с учётом факторов внутренней среды;

– зафиксировать стартовые позиции стратегических финансовых инициатив предприятия.

Модель внутренней финансовой позиции предприятия базируется на результатах оценки отдельных факторов в процессе SWOT-анализа и SNW-анализа (с углублением отдельных оценок в процессе использования других методов анализа). В этой модели должны быть представлены все сегменты каждой из доминантных сфер (направлений) финансового развития предприятия. Для интеграции оценок по доминанте в целом, факторам отдельных сегментов может быть присвоен соответствующий «вес». Факторы каждого сегмента располагаются по степени их влияния на предстоящее финансовое развитие предприятия.

Комплексный анализ внутренней финансовой среды функционирования предприятия создаёт основу для непосредственной количественной оценки отдельных видов его несистематических финансовых рисков.

#### **4.2. Исследование типа финансовой политики предприятия по отдельным аспектам его финансовой деятельности**

Уровень принимаемых предприятием несистематических финансовых рисков в значительной мере определяется типом финансовой политики по отдельным аспектам его финансовой деятельности.

Финансовая политика представляет собой форму реализации финансовой философии и главной финансовой стратегии предприятия в разрезе наиболее важных аспектов финансовой деятельности.

Финансовая политика может разрабатываться на весь стратегический период или на конкретный его этап, обеспечивающий решение отдельных стратегических задач (например, эмиссионная политика). Более того, на отдельных этапах стратегического периода финансовая политика предприятия может кардинально изменяться под воздействием непредсказуемых изменений финансовой среды, будучи при этом направленной на реализацию его главной финансовой стратегии.

Формирование финансовой политики предприятия по отдельным аспектам финансовой деятельности предприятия носит обыч-

но многоуровневый характер. Число таких уровней определяется, прежде всего, объёмом финансовой деятельности предприятия и необходимостью концентрации усилий на решении отдельных стратегических задач. В первую очередь, финансовая политика разрабатывается по отдельным сегментам доминантных сфер (направлений) стратегического финансового развития предприятия, а внутри них — по отдельным видам финансовой деятельности.

Финансовая политика характеризуется двумя основными параметрами — её функциональным видом и приоритетным типом реализации.

Каждый из видов функциональной финансовой политики должен быть дифференцирован по типам её реализации. Тип финансовой политики характеризует соотношение уровней результатов (доходности, прибыльности, темпов роста и риска финансовой деятельности в процессе реализации стратегических финансовых целей).

В стратегическом финансовом менеджменте выделяют обычно три типа финансовой политики предприятия — агрессивный, умеренный и консервативный.

«Агрессивный тип финансовой политики» характеризует стиль и методы принятия управленческих финансовых решений, ориентированных на достижение наиболее высоких результатов в финансовой деятельности вне зависимости от уровня сопровождающих её финансовых рисков. Так как уровень результативности финансовой деятельности по отдельным её параметрам обычно корреспондирует с уровнем финансовых рисков, можно констатировать, что агрессивный тип финансовой политики генерирует наиболее высокие уровни финансовых рисков.

«Умеренный тип финансовой политики» характеризует стиль и методы принятия управленческих решений, ориентированных на достижение среднеотраслевых результатов в финансовой деятельности при средних уровнях финансовых рисков. При данном типе финансовой политики предприятие, не избегая финансовых рисков, отказывается проводить финансовые операции с чрезмерно высоким уровнем рисков даже при ожидаемом высоком финансовом результате.

«Консервативный тип финансовой политики» характеризует стиль и методы принятия управленческих решений, ориентиро-

ванных на минимизацию финансовых рисков. Обеспечивая достаточный уровень финансовой безопасности предприятия, такой тип финансовой политики не может обеспечить достаточно высоких конечных результатов его финансовой деятельности.

Конкретные типы политики по отдельным аспектам финансовой деятельности предприятия, определяющие уровень его несистематических рисков, рассматриваются в последующих разделах.

### **4.3. Исследование системы финансовых инструментов, используемых предприятием**

Уровень конкретных видов несистематических финансовых рисков, а также возможности их нейтрализации на предприятии в значительной мере зависят от используемых им финансовых инструментов.

Финансовые инструменты представляют собой разнообразные обращающиеся финансовые документы, имеющие денежную стоимость, с помощью которых осуществляются операции на финансовом рынке.

В соответствии с современными принципами учёта состав финансовых инструментов, используемых предприятием, характеризуется следующими их видами, представляющими собой:

1) финансовые активы – имущественные ценности предприятия в форме денежных средств и их эквивалентов, контрактов, предоставляющих право получить денежные средства или другие имущественные ценности от иного хозяйствующего субъекта; контракты, предоставляющие право обменяться финансовыми инструментами с другим участником финансового рынка на потенциально выгодных условиях; инструменты собственного капитала другого предприятия;

2) финансовые обязательства – исходящая из условий контракта обязанность предприятия передать свои денежные средства или другие имущественные ценности другому хозяйствующему субъекту; обменяться финансовыми инструментами с другим участником финансового рынка на потенциально невыгодных условиях;

3) инструменты собственного капитала – контрактный документ, подтверждающий право его владельца на определённую часть

в активах предприятия, остающуюся после вычитания сумм по всем его обязательствам;

4) производные финансовые инструменты (деривативы) — особая форма контракта, не требующая начальных инвестиций предприятия, расчёты по которому будут производиться в будущем периоде по окончании срока его действия, стоимость которого изменяется вследствие изменений процентной ставки, курса ценных бумаг, валютного курса, индекса цен, кредитного рейтинга или других ценовых характеристик соответствующего базисного финансового инструмента.

Обращающиеся на финансовом рынке инструменты, обслуживающие операции на различных его видах и сегментах, характеризуются на современном этапе большим разнообразием. Классификация этих инструментов по основным признакам приведена далее.

1. По видам финансовых рынков различают следующие, обслуживающие их инструменты:

а) инструменты кредитного рынка — деньги и расчётные документы, обращающиеся на денежном рынке;

б) инструменты фондового рынка — разнообразные ценные бумаги, обращающиеся на этом рынке (состав ценных бумаг по их видам, особенностям эмиссии и обращения утверждается соответствующими нормативно-правовыми актами);

в) инструменты валютного рынка — иностранная валюта, расчётные валютные документы, а также отдельные виды ценных бумаг, обслуживающие этот рынок;

г) инструменты страхового рынка — предлагаемые к продаже страховые услуги (страховые продукты), а также расчётные документы и отдельные виды ценных бумаг, обслуживающие этот рынок;

д) инструменты рынка золота (серебра, платины) — виды ценных металлов, приобретаемые для целей формирования финансовых резервов и тезаврации, а также обслуживающие этот рынок расчётные документы и ценные бумаги.

2. По периоду обращения выделяют следующие виды финансовых инструментов:

а) краткосрочные финансовые инструменты (с периодом обращения до одного года). Этот вид финансовых инструментов явля-

ется наиболее многочисленным и призван обслуживать операции на рынке денег;

б) долгосрочные финансовые инструменты (с периодом обращения более одного года). К этому виду финансовых инструментов относятся и так называемые «бессрочные финансовые инструменты», конечный срок погашения которых не установлен (например, акции). Финансовые инструменты этого вида обслуживают операции на рынке капитала.

3. По характеру обязательств эмитента финансовые инструменты подразделяются на следующие виды:

а) инструменты, последующие финансовые обязательства по которым не возникают (инструменты без последующих финансовых обязательств). Они, как правило, являются предметом осуществления самой финансовой операции, и при их передаче покупателю не возникает дополнительных финансовых обязательств со стороны продавца, например, валютные ценности, золото и т. п.;

б) долговые финансовые инструменты. Эти инструменты характеризуют кредитные отношения между их покупателем и продавцом и обязывают должника погасить в предусмотренные сроки их номинальную стоимость и заплатить дополнительное вознаграждение в форме процента, если оно не входит в состав погашаемой номинальной стоимости долгового финансового инструмента. Примером долговых финансовых инструментов выступают облигации, векселя, чеки и т. п.;

в) долевые финансовые инструменты. Такие финансовые инструменты подтверждают право их владельца на долю в уставном фонде их эмитента и на получение соответствующего дохода (в форме дивиденда, процента и т. п.).

Долевыми финансовыми инструментами являются, как правило, ценные бумаги соответствующих видов (акции, инвестиционные сертификаты и т. п.).

4. По приоритетной значимости различают следующие виды финансовых инструментов:

а) базисные финансовые инструменты (финансовые инструменты первого порядка). Такие финансовые инструменты (как правило, ценные бумаги) характеризуются их выпуском в обращение первич-

ным эмитентом и подтверждают прямые имущественные права или отношения кредита (акции, облигации, чеки, векселя и т. п.);

б) производные финансовые инструменты или деривативы (финансовые инструменты второго порядка) характеризуют исключительно ценные бумаги, подтверждающие право или обязательство их владельца купить или продать обращающиеся первичные (базисные) ценные бумаги, валюту, товары или нематериальные активы на заранее определённых условиях в будущем периоде. Такие финансовые инструменты используются для проведения спекулятивных финансовых операций и операций страхования ценового риска («хеджирования»). В зависимости от состава первичных (базисных) финансовых инструментов или активов, по отношению к которым они выпущены в обращение, деривативы подразделяются на фондовые, валютные, страховые, товарные и т. п. Основными видами деривативов являются опционы, свопы, фьючерсные и форвардные контракты.

5. По гарантированности уровня доходности финансовые инструменты подразделяются на следующие виды:

а) финансовые инструменты с фиксированным доходом, они характеризуют финансовые инструменты с гарантированным уровнем доходности при их погашении (или в течение периода их обращения) вне зависимости от конъюнктурных колебаний ставки ссудного процента (нормы прибыли на капитал) на финансовом рынке;

б) финансовые инструменты с неопределённым доходом. Они характеризуют финансовые инструменты, уровень доходности которых может изменяться либо в зависимости от финансового состояния эмитента (простые акции, инвестиционные сертификаты), либо в связи с изменением конъюнктуры финансового рынка. Это долговые финансовые инструменты с плавающей процентной ставкой, «привязанной» к установленной учётной ставке, курсу определённой «твёрдой» иностранной валюты и т. п.

6. По уровню риска выделяют следующие виды финансовых инструментов:

а) безрисковые финансовые инструменты. К ним относят обычно государственные краткосрочные ценные бумаги, краткосрочные депозитные сертификаты наиболее надёжных банков, «твёрдую» иностранную валюту, золото и другие ценные металлы, приобретён-

ные на короткий период. Термин «безрисковые» является в определённой мере условным, так как потенциальный финансовый риск несёт в себе любой из перечисленных видов финансовых инструментов; они служат лишь для формирования точки отсчёта измерения уровня риска по другим финансовым инструментам;

б) финансовые инструменты с низким уровнем риска. К ним относится, как правило, группа краткосрочных долговых финансовых инструментов, обслуживающих рынок денег, выполнение обязательств по которым гарантировано устойчивым финансовым состоянием и надёжной репутацией заёмщика (термин «первоклассный заёмщик»);

в) финансовые инструменты с умеренным уровнем риска. Они характеризуют группу финансовых инструментов, уровень риска по которым примерно соответствует среднерыночному;

г) финансовые инструменты с высоким уровнем риска. К ним относятся финансовые инструменты, уровень риска по которым существенен, но превышает среднерыночный;

д) финансовые инструменты с очень высоким уровнем риска («спекулятивные»). Такие финансовые инструменты характеризуются наивысшим уровнем риска и используются обычно для осуществления наиболее рискованных спекулятивных операций на финансовом рынке. Примером таких высокорискованных финансовых инструментов являются акции «венчурных» (рисковых) предприятий; облигации с высоким уровнем процента, эмитированные предприятием, находящимся в кризисном финансовом состоянии; опционные и фьючерсные контракты и т. п.

Приведённая классификация отражает деление финансовых инструментов лишь по наиболее существенным общим признакам. Каждая из рассмотренных групп финансовых инструментов, в свою очередь, классифицируется по отдельным специфическим признакам, отражающим особенности их выпуска, обращения и погашения.

Рассмотрим более подробно состав и характер отдельных финансовых инструментов, обслуживающих операции на различных видах финансовых рынков.

1. Основными финансовыми инструментами кредитного рынка являются:

а) денежные активы, составляющие основной объект кредитных отношений между кредитором и заёмщиком;

б) чеки, представляющие денежный документ установленной формы, содержащий приказ владельца текущего счёта в банке (или другом кредитно-финансовом институте) о выплате по его предъявлении обозначенной в нём суммы денег. Различают именной чек (без права передачи и индоссамента), чек на предъявителя (который не требует передаточной надписи при его передаче другому владельцу) и ордерный чек (переводной чек, который может быть передан другому владельцу с помощью передаточной надписи — индоссамента);

в) аккредитивы, представляющие собой денежное обязательство коммерческого банка, выдаваемое им по поручению клиента-покупателя, произвести расчет в пользу покупателя или другого коммерческого банка в пределах определённой в нём суммы против указанных документов. Различают отзывные и безотзывные аккредитивы, а также аккредитивы простые и переводные;

г) векселя, представляющие собой безусловное денежное обязательство должника (векселедателя) уплатить после наступления обозначенного в нём срока определённую сумму денег владельцу векселя (векселедержателю).

В современной практике используются следующие виды векселей:

- коммерческий вексель (оформляющий расчётное денежное обязательство покупателя продукции по товарному кредиту);
- банковский (или финансовый) вексель (оформляющий денежное обязательство коммерческого банка или другого кредитно-финансового института по полученному финансовому кредиту);
- налоговый вексель (оформляющий денежное обязательство плательщика определённого вида налогового платежа рассчитаться в определённый срок по отсроченной его уплате).

При совершении финансовых операций на кредитном рынке могут применяться:

- процентный вексель, выписанный на номинальную сумму долга и предусматривающий начисление процента на эту сумму в размере, согласованном сторонами вексельной сделки;

- дисконтный вексель — доход по такому векселю составляет раз-ница между его номинальной стоимостью и ценой его приобре-тения;
- эмитируемые векселя.

В свою очередь, эмитируемые векселя подразделяются на сле-дующие виды:

- простой вексель — предполагает, что эмитент векселя является од-новременным и плательщиком по нему конкретному лицу или по его приказу;
- переводной вексель — предполагает, что его держатель может от-дать приказ векселедателю об уплате суммы долга по нему путём индоссамента.

Если вексель хозяйствующего субъекта содержит гарантию бан-ка, он называется «авалированным векселем»;

д) залоговые документы. Они представляют собой оформленное долговое обязательство, обеспечивающее полученный финансо-вый или коммерческий кредит в форме залога или залога. В случае нарушения заёмщиком условий кредитного соглашения, владелец этого долгового обязательства имеет право продать их в счёт пога-шения его долга или получить оговоренную в нём собственность;

е) прочие финансовые инструменты кредитного рынка. К ним относятся девизы, коносамент и т. п.

2. Основными финансовыми инструментами рынка ценных бу-маг являются:

а) опции. Они представляют собой ценную бумагу, удостоверя-ющую участие её владельца в формировании уставного фонда акци-онерного общества и дающую право на получение соответствующей доли его прибыли в форме дивиденда.

На современном этапе развития отечественного фондового рынка акции являются наиболее широко представленным финан-совым инструментом, хотя по этому показателю они существенно уступают показателям фондового рынка стран с развитой рыночной экономикой. Что касается объёма финансовых операций по акци-ям, то он сравнительно небольшой в силу низкой ликвидности и доходности преимущественной части его видов;

б) облигации представляют собой ценную бумагу, свидетельствующую о внесении её владельцем денежных средств, а также подтверждающую обязанность эмитента возместить номинальную стоимость этой ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного процента. Если иное не предусмотрено условиями выпуска.

Облигации, обращающиеся на отечественном фондовом рынке, классифицируются по ряду признаков.

На современном этапе развития отечественного фондового рынка количество разновидностей обращающихся на нём облигаций сравнительно невелико (в сопоставлении с аналогичными показателями фондового рынка стран с развитой рыночной экономикой и количеством разновидностей обращающихся акций), однако по объёму операций им принадлежит первое место (в первую очередь, за счёт сделок по государственным облигациям);

в) сберегательные (депозитные) сертификаты. Они представляют собой письменное свидетельство банка (или другого кредитно-финансового института, имеющего лицензию на их выпуск) о депонировании денежных средств, которое подтверждает право вкладчика на получение после установленного срока депозита и процента по нему.

Сберегательные (депозитные) сертификаты, обращающиеся на отечественном фондовом рынке, классифицируются по следующим признакам:

г) производные ценные бумаги или деривативы. Это относительно новая для нашего фондового рынка группа ценных бумаг, получавшая уже отражение в правовых нормах. К числу основных из этих ценных бумаг относятся:

- опционные контракты;
- фьючерсные контракты;
- форвардные контракты, контракты «своп» и др.;

д) прочие финансовые инструменты фондового рынка. К ним относятся инвестиционные сертификаты, приватизационные ценные бумаги, казначейские обязательства и др.

3. Основными финансовыми инструментами валютного рынка являются:

а) валютные активы, составляющие основной объект финансовых операций на валютном рынке;

б) документарный валютный аккредитив, используемый в расчётах по внешнеторговым предприятиям (платежи по этому документу производятся при условии предоставления в банк требуемых коммерческих документов: счета-фактуры, транспортные и страховые документы, сертификаты качества и др.);

в) валютный банковский чек, представляющий собой письменный приказ банка-владельца валютных авуаров за границей своему банку-корреспонденту о перечислении оговоренной в нём суммы с его текущего счёта держателю чека;

г) валютный банковский вексель, представляющий собой расчётный документ, выставленный банком на своего зарубежного корреспондента;

д) переводной валютный коммерческий вексель, представляющий собой расчётный документ, выписанный импортёром на кредитора или прямого экспортера продукции;

е) валютный фьючерсный контракт, представляющий собой финансовый инструмент осуществления сделок на валютной бирже;

ж) валютный опционный контракт, заключаемый на валютном рынке, с правом отказа на покупку или продажу валютных активов по ранее предусмотренной цене;

з) валютный своп, обеспечивающий паритетный обмен валютами разных стран в процессе осуществления сделки;

и) другие финансовые инструменты валютного рынка (договор «репо» на валюту, валютные дивизы и т. п.).

4. Основными финансовыми инструментами страхового рынка являются:

а) контракты на конкретные виды страховых услуг (страховых продуктов), составляющие основной объект финансовых операций с клиентами на страховом рынке. Эти контракты оформляются в виде специального свидетельства — «страхового полиса», передаваемого страховой компанией страховщику;

б) договоры перестрахования, используемые при формировании финансовых взаимоотношений между страховыми компаниями;

в) аварийная подписка (аварийный бонд) – финансовое обязательство грузополучателя уплатить свою долю убытка от общей аварии при перевозке груза.

5. Основными финансовыми инструментами рынка золота являются:

а) золото как финансовый авуар, составляющий основной объект финансовых операций на этом рынке;

б) система разнообразных производных финансовых инструментов или деривативов, используемых при осуществлении сделок на бирже драгоценных металлов (опционы, фьючерсы и т. п.).

Рассмотренная выше система основных инструментов финансового рынка находится в постоянной динамике, вызываемой изменением правовых норм государственного регулирования отдельных рынков, использованием опыта стран с развитой рыночной экономикой, финансовыми инновациями и другими факторами.

Многие из рассмотренных финансовых инструментов даже в практику стран с развитой рыночной экономикой были внедрены после их разработки лишь в последней трети двадцатого века. Разработкой таких новых видов финансовых инструментов и соответствующих финансовых технологий (в совокупности называемых «финансовыми продуктами») занимается одно из наиболее современных направлений финансового менеджмента – «финансовый инжиниринг».

Американскими специалистами в области финансового инжиниринга – Джоном Маршаллом и Викулом Бансалом предложена типовая нормативная модель разработки нового финансового продукта, которая прошла соответствующую эмпирическую проверку.

Использование современного зарубежного опыта позволит адаптировать многие финансовые инструменты, обращающиеся на рынках стран с развитой рыночной экономикой, к условиям функционирования наших предприятий, а соответственно, и более эффективно управлять их финансовыми рисками.

### **Контрольные вопросы**

1. Чем генерируются несистематические финансовые риски?
2. На что направлен SWOT-анализ?
3. Чем отличаются SWOT- и SNW-анализ?
4. В чём заключается агрессивная финансовая политика предприятия?
5. В чём заключается умеренная финансовая политика предприятия?
6. В чём заключается консервативная политика предприятия?
7. Что представляют собой финансовые активы предприятия?
8. Что такое финансовые обязательства?
9. Что такое инструменты собственного капитала?
10. Что такое производные финансовые инструменты (деривативы)?

## **Тема 5. ВНУТРЕННИЕ МЕХАНИЗМЫ НЕЙТРАЛИЗАЦИИ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ**

### **5.1. Избежание и имитирование финансовых рисков предприятия**

В системе методов управления финансовыми рисками предприятия основная роль принадлежит внутренним механизмам их нейтрализации.

Внутренние механизмы нейтрализации финансовых рисков представляют собой систему методов минимизации их негативных последствий, избираемых и осуществляемых в рамках самого предприятия.

Основным объектом использования внутренних механизмов нейтрализации являются, как правило, все виды допустимых финансовых рисков, значительная часть рисков критической группы, а также нестрахуемые катастрофические риски, если они принимаются предприятием в силу объективной необходимости. В современных условиях внутренние механизмы нейтрализации охватывают преимущественную часть финансовых рисков предприятия.

Преимуществом использования внутренних механизмов нейтрализации финансовых рисков является высокая степень альтернативности принимаемых управленческих решений, не зависящих, как правило, от других субъектов хозяйствования.

Они исходят из конкретных условий осуществления финансовой деятельности предприятия и его финансовых возможностей, позволяют в наибольшей степени учесть влияние внутренних факторов на уровень финансовых рисков в процессе нейтрализации их негативных последствий.

Наиболее простым методом в системе внутренних механизмов нейтрализации финансовых рисков является их избежание.

Это направление нейтрализации финансовых рисков является наиболее радикальным.

Оно заключается в разработке таких мероприятий внутреннего характера, которые полностью исключают конкретный вид финансового риска.

К числу основных мер относится отказ от рисков:

– отказ от осуществления финансовых операций, уровень риска по которым чрезмерно высок. Несмотря на высокую эффективность этой меры, её использование носит ограниченный характер, так как большинство финансовых операций связано с осуществлением основной производственно-коммерческой деятельности предприятия, обеспечивающей регулярное поступление доходов и формирование его прибыли;

– отказ от продолжения хозяйственных отношений с партнёрами, систематически нарушающими контрактные обязательства. Такая формулировка избежания риска является одной из самых эффективных и наиболее распространённых. Предприятие должно систематически анализировать состояние выполнения партнерами обязательств по заключённым контрактам, выявлять причины их невыполнения отдельными хозяйствующими субъектами и по результатам анализа периодически осуществлять необходимую ротацию партнёров по хозяйственным операциям;

– отказ от использования в высоких объёмах заёмного капитала. Снижение доли заёмных финансовых средств в хозяйственном обороте позволяет избежать одного из наиболее существенных финансовых рисков – потери финансовой устойчивости предприятия. Вместе с тем такое избегание риска влечёт за собой снижение эффекта финансового левеиджа, т. е. возможности получения дополнительной суммы прибыли на вложенный капитал;

– отказ от чрезмерного использования оборотных активов в низколиквидных формах. Повышение уровня ликвидности этих активов позволяет избежать риска неплатёжеспособности предприятия в будущем периоде. Однако лишает предприятие дополнительных доходов от расширения объёмов продажи продукции в кредит и частично порождает новые риски, связанные с нарушением ритмичности операционного процесса из-за снижения размера страховых запасов сырья, материалов, готовой продукции;

– отказ от использования временно свободных денежных активов в краткосрочных финансовых инвестициях. Эта мера позволяет избежать депозитного и процентного риска, однако порождает потери от инфляционного риска, а также риска упущенной выгоды.

Перечисленные и другие формы избегания финансового риска, несмотря на свой радикализм в отвержении отдельных их видов, лишают предприятие дополнительных источников формирования прибыли, а соответственно, отрицательно влияют на темпы его экономического развития и эффективность использования собственного капитала.

Поэтому в системе внутренних механизмов нейтрализации рисков их избегание должно осуществляться очень взвешенно при следующих основных условиях:

- если отказ от одного финансового риска не влечёт возникновения другого риска, более высокого или однозначного уровня;
- уровень риска не сопоставим с уровнем доходности финансовой операции по шкале «доходность-риск»;
- финансовые потери по данному виду риска превышают возможности их возмещения за счёт собственных финансовых средств предприятия;
- размер дохода от операции, генерирующей определённые виды риска, не существенен, т. е. занимает неощутимый удельный вес в формируемом положительном денежном потоке предприятия;
- финансовые операции не характерны для финансовой деятельности предприятия, носят инновационный характер и по ним отсутствует информационная база, необходимая для определения уровня финансовых рисков и принятия соответствующих управленческих решений.

Важным направлением нейтрализации финансовых рисков является лимитирование их концентрации. Механизм лимитирования концентрации финансовых рисков используется обычно по тем их видам, которые выходят за пределы допустимого их уровня, т. е. по финансовым операциям, осуществляемым в зоне критического или катастрофического риска. Такое лимитирование реализуется путём установления на предприятии соответствующих внутренних финансовых нормативов в процессе разработки политики осуществления различных аспектов финансовой деятельности.

Система финансовых нормативов, обеспечивающих лимитирование концентрации рисков, может включать:

- предельный размер (удельный вес) заёмных средств, используемых в хозяйственной деятельности. Этот лимит устанавливается

раздельно для операционной и инвестиционной деятельности предприятия, а в ряде случаев и для отдельных финансовых операций – финансирования реального инвестиционного проекта, финансирования формирования оборотных активов и т. п.;

– минимальный размер (удельный вес) активов в высоколиквидной форме. Этот лимит обеспечивает формирование так называемой «ликвидной подушки», характеризующей размер резервирования высоколиквидных активов с целью предстоящего погашения неотложных финансовых обязательств предприятия. В качестве «ликвидной подушки» в первую очередь выступают краткосрочные финансовые инвестиции предприятия, а также краткосрочные формы его дебиторской задолженности;

– максимальный размер товарного (коммерческого) или потребительского кредита, предоставляемого одному покупателю. Размер кредитного лимита, направленный на снижение концентрации кредитного риска, устанавливается при формировании политики предоставления товарного кредита покупателям продукции;

– максимальный размер депозитного вклада, размещаемого в одном банке.

Лимитирование концентрации депозитного риска в этой форме осуществляется в процессе использования данного финансового инструмента инвестирования капитала предприятия:

– максимальный размер вложения средств в ценные бумаги одного эмитента. Эта форма лимитирования направлена на снижение концентрации несистематического (специфического) финансового риска при формировании портфеля ценных бумаг. Для ряда институциональных инвесторов этот лимит устанавливается в процессе государственного регулирования их деятельности в системе обязательных нормативов;

– максимальный период отвлечения средств в дебиторскую задолженность. За счёт этого финансового норматива обеспечивается лимитирование риска неплатёжеспособности, инфляционного риска, а также кредитного риска.

Лимитирование концентрации финансовых рисков является одним из наиболее распространённых внутренних механизмов риск-менеджмента, реализующих финансовую идеологию предприятия в части принятия этих рисков и не требующих высоких затрат.

## **5.2. Хеджирование финансовых рисков предприятия с использованием производных ценных бумаг**

У термина «хеджирование» в сфере финансового риск-менеджмента существует два значения – широкое и узкое, прикладное. В первом значении термин «хеджирование» характеризует процесс использования любых механизмов уменьшения риска возможных финансовых потерь – как внутренних (осуществляемых самим предприятием), так и внешних (передачу рисков другим хозяйствующим субъектам – страховщикам). В узком прикладном значении термин «хеджирование» характеризует внутренний механизм нейтрализации финансовых рисков, основанный на использовании соответствующих видов финансовых инструментов (как правило, производных ценных бумаг – деривативов). В последующем изложении термин хеджирование будет использоваться в этом прикладном его значении.

Хеджирование финансовых рисков путём осуществления соответствующих операций с производными ценными бумагами является высокоэффективным механизмом уменьшения возможных финансовых потерь при наступлении рискового события. Однако оно требует определённых затрат на выплату комиссионного вознаграждения брокерам, премий по опционам и т. п.

Тем не менее уровень этих затрат значительно ниже, чем уровень затрат по внешнему страхованию финансовых рисков. Разнообразные формы хеджирования финансовых рисков уже получили распространение в практике отечественного риск-менеджмента.

В зависимости от используемых видов производных ценных бумаг выделяют различные механизмы хеджирования финансовых рисков. Хеджирование характеризует механизм нейтрализации финансовых рисков по операциям на товарной или фондовой биржах. За счет проведения противоположных сделок с различными видами биржевых контрактов.

Операция хеджирования с использованием фьючерсных контрактов требует совершения трёх видов биржевых сделок:

1) покупку (продажу) реального актива или ценных бумаг с поставкой в будущем периоде (форвардная биржевая сделка);

2) продажу (или, соответственно, покупку) фьючерсных контрактов на аналогичное количество активов или ценных бумаг (открытие позиции по фьючерсным контрактам);

3) ликвидацию позиции по фьючерсным контрактам в момент поставки реального актива или ценных бумаг путём совершения обратной (офсетной) сделки с ними.

Первые два вида биржевых сделок осуществляются в начальной стадии нейтрализации финансового риска, а третий их вид — в стадии завершения. Принцип механизма хеджирования с использованием фьючерсных контрактов основан на том, что если предприятие несёт финансовые потери из-за изменения цен к моменту поставки как продавец реального актива или ценных бумаг, то оно выигрывает в тех же размерах как покупатель фьючерсных контрактов на такое же количество активов или ценных бумаг, и наоборот.

В связи с этим в механизме нейтрализации финансовых рисков данной группы различают два вида операций с использованием фьючерсных контрактов — хеджирование покупкой и хеджирование продажей этих контрактов.

Хеджирование с использованием опционов характеризует механизм нейтрализации финансовых рисков по операциям с ценными бумагами, валютой, реальными активами или другими видами деривативов. В основе этой формы хеджирования лежит сделка с премией (опционом), уплачиваемой за право (но не обязательство) продать или купить в течение предусмотренного опционным контрактом срока ценную бумагу, валюту, реальный актив или дериватив в обусловленном количестве и по заранее оговорённой цене.

В механизме нейтрализации финансовых рисков различают хеджирование:

- на основе опциона на покупку (предоставляющего право покупки по оговорённой цене);
- опциона на продажу (предоставляющего право продажи по оговорённой цене);
- двойного опциона или «стеллажа» (предоставляющего одновременно право покупки или продажи соответствующего финансового или реального актива по согласованной цене).

Цена, которую предприятие выплачивает за приобретение опциона, по существу является уплачиваемой страховой премией.

Хеджирование с использованием операции «своп». Оно характеризует механизм нейтрализации финансовых рисков по операциям с валютой, ценными бумагами, долговыми финансовыми обязательствами предприятия. В основе операции «своп» лежит обмен (покупка-продажа) соответствующими финансовыми активами или финансовыми обязательствами с целью улучшения их структуры и снижения возможных потерь.

В механизме нейтрализации финансовых рисков с использованием этой формы хеджирования применяются операции:

- валютного свопа (обмена будущих обязательств в одной валюте на соответствующие обязательства в другом виде валюты);
- фондового свопа (обязательства превратить один вид ценной бумаги в другой, например, обращающиеся облигации предприятия в эмитируемые им акции);
- процентного свопа (обмена долговых финансовых обязательств предприятия с фиксированной процентной ставкой на обязательства с плавающей процентной ставкой или наоборот).

В процессе хеджирования финансовых рисков необходимо сравнивать стоимость хеджа с суммой снижения возможных потерь по этим рискам.

В сочетании друг с другом эти два показателя формируют эффективность операций хеджирования, которая определяется по следующей формуле:

$$\mathcal{E}X_p = \frac{СП_p}{C_x},$$

где  $\mathcal{E}X_p$  – коэффициент эффективности хеджирования финансового риска;  $СП_p$  – сумма снижения возможных потерь по финансовому риску в результате хеджирования;  $C_x$  – полная стоимость всех затрат по хеджу.

На основе этой формулы определяется так называемый «эффективный хедж» [efficient hedge], коэффициент эффективности хеджирования по которому превышает единицу.

Исходя из вариантов рыночной стоимости хеджирования, на основе рассмотренного коэффициента хеджер может выбрать «оп-

тимальный хедж» (optimal hedge), который на единицу стоимости хеджа позволяет получить максимальную сумму снижения возможных потерь по риску.

Механизм нейтрализации финансовых рисков на основе различных форм хеджирования будет получать всё большее развитие в отечественной практике риск-менеджмента в силу его высокой результативности.

### **5.3. Диверсификация, трансферт и самострахование финансовых рисков предприятия**

В системе внутренних механизмов нейтрализации финансовых рисков определённое место занимают их диверсификация, трансферт и самострахование.

Механизм диверсификации используется прежде всего для нейтрализации негативных финансовых последствий несистематических (специфических) видов рисков.

В первую очередь он позволяет минимизировать портфельные риски.

Принцип действия механизма диверсификации основан на разделении рисков, препятствующем их концентрации.

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

– диверсификация видов финансовой деятельности. Она предусматривает использование альтернативных возможностей получения дохода от различных финансовых операций – краткосрочных финансовых вложений, формирования кредитного портфеля, осуществления реального инвестирования, формирования портфеля долгосрочных финансовых вложений и т. п.;

– диверсификация валютного портфеля («валютной корзины») предприятия. Она предусматривает выбор нескольких видов валют для проведения внешнеэкономических операций. В процессе этого направления диверсификации обеспечивается снижение финансовых потерь по валютному риску предприятия;

– диверсификация депозитного портфеля. Она предусматривает размещение крупных сумм временно свободных денежных средств

на хранение в нескольких банках. Так как условия размещения денежных активов при этом существенно не меняются, это направление диверсификации обеспечивает снижение уровня риска депозитного портфеля без изменения уровня его доходности;

– диверсификация кредитного портфеля. Она предусматривает расширение круга покупателей продукции предприятия и направлена на уменьшение его кредитного риска. Обычно диверсификация кредитного портфеля в процессе нейтрализации этого вида финансового риска осуществляется совместно с лимитированием концентрации кредитных операций путём установления дифференцированного по группам покупателей кредитного лимита;

– диверсификация портфеля ценных бумаг. Это направление диверсификации позволяет снижать уровень несистематического риска портфеля, не уменьшая при этом уровень его доходности (механизм такой нейтрализации за счёт действия ковариации подробно рассмотрен ранее);

– диверсификация программы реального инвестирования. Она предусматривает включение в программу инвестирования различных инвестиционных проектов с альтернативной отраслевой и региональной направленностью, что позволяет снизить общий инвестиционный риск по программе.

Наибольший эффект диверсификации финансовых рисков достигается при подборе в портфель любого вида инструментов, характеризующихся отрицательной корреляцией (или противоположной ковариацией).

В этом случае совокупный уровень финансовых рисков портфеля (выражаемый колеблемостью доходности) снижается в сравнении с уровнем рисков любого из таких инструментов. Влияние ковариации отдельных финансовых инструментов на уровень риска совокупного их портфеля можно проследить на примере двух ценных бумаг на графиках.

Характеризуя механизм диверсификации в целом, следует отметить, что он избирательно воздействует на снижение негативных последствий отдельных финансовых рисков. Обеспечивая несомненный эффект в нейтрализации комплексных, портфельных финансовых рисков несистематической (специфической) группы, он не

даёт эффекта в нейтрализации подавляющей части систематических рисков – инфляционного, налогового и др. Поэтому использование этого механизма носит на предприятии ограниченный характер.

Механизм трансферта финансовых рисков основан на частичной передаче их партнёрам по отдельным финансовым операциям. При этом хозяйственным партнёрам передаётся та часть финансовых рисков предприятия, по которой они имеют больше возможностей нейтрализации их негативных последствий и располагают более эффективными способами внутренней страховой защиты.

В современной практике риск-менеджмента широкое распространение получили следующие основные направления распределения рисков (их трансферта партнёрам):

- распределение риска между участниками инвестиционного проекта. В процессе такого распределения предприятие может осуществить трансферт финансовых рисков подрядчикам строительных работ, связанных с низким качеством этих работ, хищением переданных им строительных материалов и некоторых других.

Для предприятия, осуществляющего трансферт таких рисков, их нейтрализация заключается в переделке работ за счёт подрядчика, выплаты отраслевой и региональной направленности, что позволяет снизить общий инвестиционный риск по программе;

- 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 погрузо-разгрузочных работ. Формы такого распределения рисков регулируются соответствующими международными правилами – «ИНКОТЕРМС-2000»;

- распределение риска между участниками лизинговой операции. Так, при оперативном лизинге предприятие передаёт арендодателю риск морального устаревания используемого (лизингуемого) актива, риск потери им технической производительности (при соблюдении установленных правил эксплуатации) и ряд других видов рисков, предусматриваемых соответствующими специальными оговорками в заключаемом контракте;

– распределение риска между участниками факторинговой (форфейтинговой) операции.

Предметом такого распределения является, прежде всего, кредитный риск предприятия, который в преимущественной его доле передаётся соответствующему финансовому институту – коммерческому банку или факторинговой компании.

Эта форма распределения риска носит для предприятия платный характер, однако позволяет в существенной степени нейтрализовать негативные финансовые последствия его кредитного риска.

Степень распределения рисков, а следовательно, и уровень нейтрализации их негативных финансовых последствий для предприятия является предметом его контрактных переговоров с партнёрами, отражаемых согласованными с ними условиями соответствующих контрактов.

Механизм самострахования финансовых рисков 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 целевых резервных фондов. Примером такого формирования могут служить:

- фонд страхования ценового риска (на период временного ухудшения конъюнктуры рынка);
- фонд уценки товаров на предприятиях торговли;
- фонд погашения безнадёжной дебиторской задолженности по кредитным операциям предприятия и т. п.;

– формирование резервных сумм финансовых ресурсов в системе бюджетов, доводимых до центров ответственности. Такие резервы предусматриваются обычно во всех видах капитальных бюджетов и в ряде гибких текущих бюджетов;

– формирование системы страховых запасов материальных и финансовых ресурсов по отдельным элементам оборотных активов предприятия. Такие страховые запасы создаются по денежным активам, сырью, материалам, готовой продукции. Размер потребно-

сти в страховых запасах по отдельным элементам оборотных активов устанавливается в процессе их нормирования;

– нераспределённый остаток прибыли, полученной в отчётном периоде.

До его распределения в инвестиционном процессе он может рассматриваться как резерв финансовых ресурсов, направляемых в необходимом случае на ликвидацию негативных последствий отдельных финансовых рисков.

Используя этот механизм нейтрализации финансовых рисков, необходимо иметь в виду, что страховые резервы во всех их формах, хотя и позволяют быстро возместить понесённые предприятием финансовые потери, однако «замораживают» использование достаточно ощутимой суммы финансовых ресурсов. В результате этого снижается эффективность использования собственного капитала предприятия, усиливается его зависимость от внешних источников финансирования.

Это определяет необходимость оптимизации сумм резервируемых финансовых ресурсов с позиций предстоящего их использования для нейтрализации лишь отдельных видов финансовых рисков.

К числу таких рисков относят:

- нестрахуемые виды финансовых рисков;
- финансовые риски допустимого и критического уровней с невысокой вероятностью возникновения;
- большинство финансовых рисков допустимого уровня, расчётная стоимость предполагаемого ущерба по которым невысока.

Среди прочих методов внутренней нейтрализации финансовых рисков, используемых предприятием, могут быть:

– обеспечение востребования с контрагента по финансовой операции дополнительного уровня премии за риск. Если уровень риска по намечаемой к осуществлению финансовой операции превышает расчётный уровень дохода по ней (по шкале «доходность-риск»), необходимо обеспечить получение дополнительного дохода по ней или отказаться от её проведения;

– получение от контрагентов определённых гарантий, которые при наступлении рискованного события могут быть предоставлены в форме поручительства, гарантийных писем третьих лиц, страхо-

вых полисов в пользу предприятия со стороны его контрагентов по высокорисковым финансовым операциям;

– сокращение перечня форс-мажорных обстоятельств в контрактах с контрагентами. В современной отечественной хозяйственной практике этот перечень необоснованно расширяется против общепринятых международных коммерческих и финансовых правил, что позволяет партнёрам предприятия избегать в ряде случаев финансовой ответственности за невыполнение своих контрактных обязательств;

– обеспечение компенсации возможных финансовых потерь по рискам за счёт предусматриваемой системы штрафных санкций. Это направление нейтрализации финансовых рисков предусматривает расчёт и включение в условия контрактов с контрагентами необходимых размеров штрафов, пени, неустоек и других форм финансовых санкций в случае нарушения ими своих обязательств (несвоевременных платежей за продукцию, невыплаты процентов и т. п.).

Уровень штрафных санкций должен в полной мере компенсировать финансовые потери предприятия в связи с неполучением расчётного дохода, инфляцией, снижением стоимости денег во времени и т. п.

### **Контрольные вопросы**

1. Что подразумевает отказ от рисков?
2. Как должно осуществляться избегание рисков?
3. Что является важнейшим направлением нейтрализации финансовых рисков?
4. Когда используется механизм лимитирования концентрации финансовых рисков?
5. Что обеспечивает система финансовых нормативов?
6. Что подразумевает лимитирование концентрации депозитного риска?
7. Что такое хеджирование?
8. Какие виды биржевых сделок должны совершаться при хеджировании с помощью фьючерсных контрактов?
9. Что такое хеджирование покупкой?
10. Как выбирается оптимальный хедж?

## **Тема 6. СТРАХОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ**

### **6.1. Сущность и виды страхования финансовых рисков предприятия**

Наиболее сложные и опасные по своим финансовым последствиям риски, не поддающиеся нейтрализации за счёт внутренних её механизмов, подлежат страхованию.

Страхование финансовых рисков представляет собой защиту имущественных интересов предприятия при наступлении страхового события специальными страховыми компаниями (страховщиками) за счёт денежных фондов, формируемых ими путём получения от страхователей страховых премий (страховых взносов).

В процессе страхования предприятию обеспечивается страховая защита по всем основным видам его финансовых рисков – как систематических, так и несистематических. При этом объём возмещения негативных последствий финансовых рисков страховщиками не ограничивается – он определяется реальной стоимостью объекта страхования (размером страховой его оценки), страховой суммы и размером уплачиваемой страховой премии.

Прибегая к услугам страховщиков, предприятие должно в первую очередь определить объект страхования – те виды финансовых рисков, по которым оно намерено обеспечить внешнюю страховую защиту.

Состав таких финансовых рисков определяется рядом принципов, основные из которых:

1) страхуемость риска. Несмотря на то, что законодательство не препятствует страхованию любых видов финансовых рисков предприятия, рынок страховых продуктов по этим рискам в определённой мере ограничен. Эта ограниченность вызывается непрогнозируемостью вероятности наступления страхового случая по отдельным финансовым рискам в условиях нестабильного экономического развития страны, высокой вероятностью возникновения страхового события по ряду финансовых рисков в процессе перехода к рыночным отношениям. Определённые ограничения

в страхуемость отдельных финансовых рисков вносит и осуществление крайне агрессивной финансовой политики рядом предприятий по отдельным аспектам финансовой деятельности. Поэтому, определяя возможности страхования своих финансовых рисков, предприятие должно выяснить осуществимость такого страхования с учётом страховых продуктов, предлагаемых рынком;

2) обязательность страхования финансовых рисков. Ряд финансовых рисков в соответствии с условиями государственного регулирования хозяйственной деятельности предприятий подлежит обязательному страхованию. По таким финансовым рискам у предприятия нет альтернатив управленческих решений в части их состава;

3) наличие у предприятия страхового интереса. Он характеризуется финансовой заинтересованностью предприятия в страховании отдельных видов своих финансовых рисков. Такой интерес определяется составом финансовых рисков предприятия, возможностью их нейтрализации за счёт внутренних механизмов, уровнем вероятности возникновения рискового события, размером возможного ущерба по отдельным финансовым рискам и рядом других факторов.

Различают полный и частичный страховой интерес предприятий — страхователей финансовых рисков.

Полный страховой интерес предприятия определяет его потребность в возмещении страховщиком полного объёма финансовых потерь, понесённых при наступлении страхового события. Иными словами, полный страховой интерес отражает необходимость обеспечения страховщиком полной страховой защиты по рассматриваемому виду финансового риска.

Частичный страховой интерес предприятия определяет его потребность в возмещении страховщиком лишь определённой доли финансовых потерь, понесённых при наступлении страхового события. Такая форма страхового интереса связана с возможностями использования предприятием внутренних механизмов нейтрализации отдельных финансовых рисков, эффект которых не обеспечивает, однако, полнообъёмной ликвидации их негативных финансовых последствий. Наличие у предприятия полного или частичного страхового интереса определяет необходимость в добровольном об-

ращении к услугам страховщиков в поисках страховой защиты по отдельным видам финансовых рисков.

4) невозможность полностью восполнить финансовые потери по риску за счёт собственных финансовых ресурсов. Это условие является одним из основных в формировании страхового интереса предприятия. В соответствии с этим условием в страховой защите в первую очередь нуждаются финансовые риски предприятия, относимые по размеру возможных финансовых потерь к числу катастрофических. С учётом этого условия предприятие должно обеспечивать полное или частичное страхование по всем видам страхуемых катастрофических рисков, присущих его финансовой деятельности. В ряде случаев это определяет необходимость страхования и отдельных финансовых рисков критической группы при наличии высокого уровня их концентрации на предприятии в рамках ряда осуществляемых финансовых операций;

5) высокая степень вероятности возникновения финансового риска. Это условие определяет необходимость страховой защиты по отдельным финансовым рискам допустимой и критической групп, если возможности их нейтрализации не обеспечиваются полностью за счёт внутренних её механизмов. В этом случае у предприятия возникает, как правило, лишь частичный страховой интерес;

6) непрогнозируемость и нерегулируемость риска в рамках предприятия. Отсутствие опыта или достаточной информационной базы иногда не позволяют в рамках предприятия определить степень вероятности наступления рискового события по отдельным финансовым рискам или рассчитать возможный размер финансового ущерба по ним. Даже если финансовый риск чётко идентифицирован по виду, но его уровень не оценён, это лишает финансовых менеджеров возможности эффективного управления им, в первую очередь, выбора альтернативных мер его нейтрализации за счёт внутренних механизмов. В этих случаях предпочтительным управленческим решением является передача финансового риска страховщику;

6) приемлемая стоимость страховой защиты по риску. Это условие является одним из основных в обеспечении эффективности страхования финансовых рисков. Если стоимость страховой защиты не соответствует уровню финансового риска или финансовым

возможностям предприятия, от неё следует отказаться, усилив соответствующие меры его нейтрализации за счёт внутренних механизмов. В отдельных случаях при невозможности осуществить внешнее страхование из-за высокой его стоимости и неэффективности внутренних механизмов нейтрализации финансовых рисков от осуществления соответствующей финансовой операции предприятию следует отказаться. В первую очередь это условие относится к катастрофическим финансовым рискам предприятия.

1. По формам страхования оно подразделяется следующим образом:

– обязательное страхование. Оно представляет собой форму страхования, базирующуюся на законодательно оформленной обязательности его осуществления, как для страхователя, так и для страховщика. Массовость этого страхования позволяет существенно снизить размеры страховых тарифов и упростить процедуру его осуществления. Однако обязательное страхование не учитывает в полной мере особенности страхуемых активов, различную вероятность наступления страхового события на предприятиях разных типов, финансовые возможности страхователя и ряд других факторов, индивидуализирующих страховую защиту;

– добровольное страхование. Оно характеризует форму страхования, основанную лишь на добровольно заключаемом договоре между страхователем и страховщиком, исходя из страхового интереса каждого из них. Принцип добровольности, основанный на страховом интересе сторон, распространяется как на предприятие, так и на страховщика, позволяя последнему уклоняться от страхования опасных или невыгодных для него финансовых рисков.

2. По объектам страхования действующая в стране практика выделяет следующие его группы:

– имущественное страхование. Оно охватывает практически все основные виды материальных и нематериальных активов предприятия. Страховые отношения при имущественном страховании определяются следующими обязательствами сторон: страхователь должен обеспечивать своевременную уплату страховых взносов (страховой премии), а страховщик должен обеспечить возмещение финансового ущерба, понесённого предприятием при наступлении

страхового события. В роли страхователя могут выступать при имущественном страховании не только владельцы соответствующих активов, но и юридические лица, заинтересованные в их сохранности (например, арендаторы помещений, лизингополучатели оборудования, комиссионные магазины и т. п.);

– страхование ответственности. Его объектом является ответственность предприятия и его персонала перед третьими лицами, которые могут понести финансовый и другой вид ущерба в результате какого-либо действия или бездействия страхователя. Такое страхование обеспечивает страховую защиту предприятия от рисков финансовых потерь, которые могут быть возложены на него в законодательном порядке в связи с причинённым им ущербом третьим лицам, как физическим, так и юридическим. Отношения сторон при страховании ответственности определяются следующими взаимными обязательствами: страхователь обязан уплачивать необходимые страховые взносы (страховую премию), а страховщик обязан возместить страхователю сумму денежных средств, подлежащую уплате им третьим лицам за причинённый ущерб. Страхование ответственности обеспечивает предприятию страховую защиту по значительному числу видов его финансовых рисков;

– страхование персонала. Оно охватывает страхование предприятием жизни своих сотрудников, а также возможные случаи потери ими трудоспособности, наступления инвалидности и др. Конкретные виды этого страхования осуществляются предприятием в добровольном порядке за счёт его прибыли в соответствии с коллективным трудовым договором и индивидуальными трудовыми контрактами.

3. По объёмам страхования выделяют следующие его группы:

– полное страхование. Оно обеспечивает страховую защиту предприятия от негативных последствий финансовых рисков в полном их объёме при наступлении страхового события;

– частичное страхование. Оно ограничивает страховую защиту предприятия от негативных последствий финансовых рисков, как определёнными страховыми суммами, так и системой конкретных условий наступления страхового события.

4. По используемым системам страхования выделяют:

– страхование по действительной стоимости имущества. Оно используется в имущественном страховании и обеспечивает страховую защиту в полном объёме финансового ущерба, нанесённого застрахованным видам активов предприятия (в размере страховой суммы по договору, соответствующей размеру страховой оценки имущества).

Иными словами, при этой системе страхования страховое возмещение может быть выплачено в полной сумме понесённого финансового ущерба;

– страхование по системе пропорциональной ответственности. Оно обеспечивает лишь частичную страховую защиту по отдельным видам финансовых рисков. В этом случае страховое возмещение суммы понесённого финансового ущерба осуществляется пропорционально коэффициенту страхования – соотношению страховой суммы, определённой договором страхования, и размера страховой оценки объекта страхования;

– страхование по системе «первого риска». Под «первым риском» понимается финансовый ущерб, понесённый страхователем при наступлении страхового события, заранее оценённый при составлении договора страхования как размер указанной в нём страховой суммы. Если фактический финансовый ущерб превысил предусмотренную страховую сумму – застрахованный первый риск, он возмещается при этой системе страхования только в пределах согласованной ранее сторонами страховой суммы;

– страхование с использованием безусловной франшизы. Франшиза представляет собой минимальную некомпенсируемую страховщиком часть ущерба, понесённого страхователем. При страховании с использованием безусловной франшизы страховщик во всех страховых случаях выплачивает страхователю сумму страхового возмещения за минусом размера франшизы, оставляя её у себя. При этой системе страхования сумма страхового возмещения определяется по следующей формуле:

$$СВ_{\text{оф}} = У - \text{ФР},$$

где  $СВ_{\text{оф}}$  – сумма страхового возмещения, выплачиваемого предприятию при системе страхования с использованием безусловной

франшизы;  $У$  – сумма финансового ущерба, понесённого предприятием в результате наступления страхового события;  $ФР$  – размер франшизы, согласованной сторонами;

– страхование с использованием условной франшизы. При этой системе страхования страховщик не несёт ответственности за финансовый ущерб, понесённый предприятием в результате наступления страхового события, если размер этого ущерба не превышает размера согласованной франшизы. Если же сумма финансового ущерба превысила размер франшизы, то она возмещается предприятию полностью в составе выплачиваемого ему страхового возмещения, т. е. без вычета в этом случае размера франшизы.

5. По видам страхования в процессе его классификации выделяют:

– страхование имущества (активов). Этот вид страхования является основным, так как он обеспечивает страховую защиту основной суммы активов предприятия.

Особенности этого вида страхования заключаются в следующем:

а) страхованием может быть охвачен весь комплекс материальных и нематериальных активов предприятия;

б) страхование этих активов может быть осуществлено в размере реальной рыночной их стоимости, т. е. по их восстановительной, а не балансовой оценке при наличии соответствующей экспертной оценки;

в) страхование различных видов этих активов может быть осуществлено у нескольких страховщиков, что гарантирует более прочную степень надёжности страховой защиты, в частности, при банкротстве самих страховщиков. Такое страхование является для предприятия одним из направлений диверсификации финансовых рисков;

г) в процессе страхования этих активов в качестве его составляющей может быть учтён инфляционный риск перспективного периода;

– страхование кредитных рисков или риска расчётов. Объектом такого страхования является риск неплатежа (несвоевременного платежа) со стороны покупателей продукции при предоставлении

им товарного (коммерческого) кредита или при поставке им продукции на условиях последующей оплаты. Это страхование осуществляется, как правило, само предприятие, относя расходы по нему на дебитора. Кредитный риск предприятия может быть застрахован и самим покупателем продукции в форме его финансовой ответственности с передачей страхового полиса предприятию-продавцу. Такой вид страхования может быть распространён и на финансовые риски по потребительскому кредиту при долгосрочных его формах и высокой стоимости товаров;

– страхование депозитных рисков. Оно производится в процессе осуществления предприятием как краткосрочных, так и долгосрочных финансовых вложений с использованием различных депозитных инструментов. Объектом такого страхования является финансовый риск невозврата банком суммы основного долга и процентов по депозитным вкладам и депозитным сертификатам в случае его банкротства;

– страхование инвестиционных рисков. Объектом этого вида страхования являются, как правило, многочисленные простые риски реального инвестирования:

- риски несвоевременного завершения проектно-конструкторских работ по инвестиционному проекту;
- несвоевременного завершения строительно-монтажных работ по нему;
- невыхода на запланированную проектную производственную мощность и др.

В зарубежной практике распространено страхование получения предусмотренного дохода и по финансовым инвестициям. Однако у нас этот вид финансового риска относится пока к не страхуемым из-за высокой вероятности наступления страхового события. При таких условиях размер страховой премии может превышать размер прогнозируемого инвестиционного дохода;

– страхование косвенных финансовых рисков. Такое страхование охватывает многие виды финансовых рисков предприятия при наличии достаточного страхового интереса у страховщика. Этот вид страхования охватывает такие его разновидности, как страхование расчётной прибыли, страхование упущенной выгоды, страхование

превышения установленного бюджета капитальных или текущих затрат, страхование лизинговых платежей и др.;

– страхование финансовых гарантий. К такому виду страхования предприятие прибегает в процессе привлечения заёмных финансовых средств в форме банковского, коммерческого и других видов кредитов, но требованию кредиторов. Объектом такого страхования является финансовый риск невозврата (несвоевременного возврата) суммы основного долга и неуплаты (несвоевременной уплаты) установленной суммы процентов. Страхование финансовых гарантий предполагает, что определённые финансовые обязательства предприятия, связанные с привлечением заёмного капитала, будут выполнены в полном соответствии с условиями кредитного договора.

Прочие виды страхования финансовых рисков. Их объектом являются иные виды финансовых рисков, не вошедшие в состав рассмотренных традиционных видов страхования. При взаимном удовлетворении страховых интересов сторон состав прочих видов страхования может иметь широкий диапазон за счёт включения ранее не страхуемых рисков, инновационных страховых продуктов и т. п.

## **6.2. Основные условия страхования финансовых рисков предприятия и их регламентирование**

Прибегая к страхованию своих финансовых рисков, предприятие в первую очередь должно выбрать страховщика, который в наибольшей степени соответствует его потребностям в обеспечении страховой защиты.

Современный страховой рынок является конкурентным и предоставляет предприятиям широкие возможности выбора страховщика при страховании своих финансовых рисков.

Функционирующие на страховом рынке страховые компании подразделяются по формам специализации на три основных вида:

1. Универсальные страховые компании открытого типа.

Эти компании предоставляют наиболее широкий спектр страховых услуг предприятиям по основным видам финансовых рисков. По характеристике важнейших показателей своей деятельности эти компании занимают самые высокие рейтинги.

2. Специализированные страховые компании открытого типа. К ним, как правило, относятся небольшие страховые компании, оказывающие ограниченный, целенаправленно сформированный перечень наиболее массовых страховых услуг. Многие из этих компаний осуществляют страхование финансовых рисков лишь в небольшом объёме.

3. Ведомственные (или так называемые «кэптивны») страховые компании. Они представляют собой дочерние компании в составе холдингов, концернов и других аналогичных объединений, созданные для осуществления страхования преимущественно субъектов хозяйствования, входящих в их состав. Основной целью создания кэптивных страховых компаний обычно является сохранение средств, направляемых на страхование, в распоряжении и под контролем учредителей материнской компании, которая одновременно является и клиентом своей кэптивной страховой компании. Совпадение стратегических интересов страховщика и его клиентов создаёт широкие возможности для эффективного использования страховых платежей. Обеспечив страховые интересы своих учредителей, кэптивные страховые компании предлагают свои услуги сторонним клиентам. Страхование широкого диапазона финансовых рисков занимает обычно существенное место в деятельности этих компаний.

Критериями выбора страховщика в процессе страхования предприятием финансовых рисков являются:

- форма специализации страховой компании и соответствие предлагаемых ею страховых продуктов потребностям предприятия в страховании отдельных видов финансовых рисков;
- рейтинг страховой компании, основанный на сравнении ряда относительных и абсолютных показателей их финансовой деятельности в системе аналогичных субъектов хозяйствования, а также на соответствии этих показателей установленным нормативам страховой деятельности;
- диапазон предлагаемых систем и видов страхования финансовых рисков и основные условия его осуществления;
- размер тарифов, используемых страховой компанией в процессе различных видов страхования финансовых рисков.

Взаимоотношения предприятия со страховой компанией строятся на основе договора страхования – соглашения между страхователем и страховщиком, регламентирующего их взаимные права и обязанности по условиям страхования отдельных видов финансовых рисков. Основу этого договора, определяющую надёжность страховой защиты и её эффективность, составляют условия страхования.

Важнейшими элементами этих условий выступают:

1) объем страховой ответственности страховщика. Этот элемент характеризует перечень рисков, принимаемых страховщиком по данному объекту страхования. В этом перечне рисков оговариваются возможные варианты наступления страхового события, вследствие которого страховщик обязуется выплатить страхователю сумму страхового возмещения. Объём страховой ответственности страховщика определяет полный или частичный уровень страховой защиты, предоставляемой им предприятию по конкретным видам его финансовых рисков;

2) размер страховой оценки имущества страхователя. Этот элемент включается в условия имущественного страхования. Он характеризует метод осуществления оценки соответствующих активов по балансовой стоимости, по реальной рыночной стоимости и т. п., и её результаты. К осуществлению такой оценки в необходимых случаях привлекаются сторонние эксперты – оценщики имущества. Размер страховой оценки имущества страхователя является базой установления страховой суммы при использовании систем страхования по действительной стоимости, пропорциональной ответственности и др.;

3) размер страховой суммы. Страховая сумма характеризует объём денежных средств, в пределах которого страховщик несёт ответственность по договору страхования. Каков бы ни был фактический размер ущерба, понесённого предприятием при наступлении страхового события, он не может быть возмещён страхователем в размерах, превышающих страховую сумму. По своему экономическому содержанию страховая сумма представляет собой максимальный объём страховой защиты предприятия по конкретным видам страховых им финансовых рисков;

4) размер страхового тарифа (тарифной ставки). Он характеризует удельную стоимость страховой услуги по отношению к страхо-

вой сумме или удельную цену страхования соответствующего вида риска. Действующие методики расчётов тарифных ставок (актуарных расчётов) предусматривают вариативность подходов к установлению их уровня – на основе математического определения вероятности наступления страхового события, экспертных оценок, использования метода аналогий и др. Тарифная ставка или брутто-ставка рассчитывается страховщиком как сумма нетто-ставки по конкретному виду страхования и размера нагрузки:

$$СТ = НС + Н_{стр},$$

где СТ – страховой тариф (брутто-ставка) по конкретному виду страхования; НС – нетто-ставка по данному виду риска;  $Н_{стр}$  – нагрузка страховщика по данному виду риска.

Нетто-ставка обеспечивает страховщику формирование фонда выплат страхового возмещения с учётом вероятности наступления страхового события по данному виду риска. Нагрузка включает удельные расходы страховщика по осуществлению страховых операций, формированию резервного фонда, нормативный уровень его рентабельности и некоторые другие элементы. Страховой тариф или брутто-ставка по конкретному виду страхования устанавливается в двух вариантах – в процентах к страховой сумме или в абсолютном выражении на сто денежных единиц валюты страховой суммы;

5) размер страховой премии (платежа, взноса). Страховая премия (платёж, взнос) характеризует полную денежную сумму, которую страхователь должен выплатить страховщику по условиям договора страхования. По своему экономическому содержанию размер страховой премии определяет полную цену страхования предприятием соответствующего финансового риска или определённого их комплекса. В основе расчёта размера страховой премии лежат предусматриваемые договором страховая сумма, срок страхования и размер страхового тарифа (тарифной ставки);

6) порядок уплаты страховой премии. В соответствии с действующей практикой используется два принципиальных подхода к уплате страховой премии:

– одноразовый платёж (одноразовая премия). Он носит, как правило, авансовый характер, т. е. выплачивается страховщику сра-

зу же после подписания договора страхования. Такая форма уплаты применяется по краткосрочным видам страхования финансовых рисков или при долгосрочном их страховании с невысоким размером страховой премии;

– текущий платёж (текущая премия). Он распределяется по конкретным временным интервалам общего срока действия договора страхования – годам, если срок договора установлен в несколько лет, полугодиям, кварталам, месяцам. Сумма каждого текущего платежа в этом случае определяется путём деления полной страховой премии на количество временных интервалов или в иных размерах по согласованию сторон. С позиций предприятия более выгодным является выплата страховой премии в порядке текущих платежей;

7) размер и характер страховой франшизы. Этот элемент включается в условия страхования при его осуществлении с использованием безусловной или условной франшизы. В целях усиления внешней страховой защиты предприятие должно стремиться к минимизации размера франшизы и отдавать предпочтение условному её виду (из рассматриваемых двух альтернативных систем страхования финансовых рисков);

8) порядок определения размера страхового ущерба. Страховой ущерб характеризует стоимость уничтоженных или частично утраченных активов предприятия, а также денежную оценку финансовых потерь страхователя или третьих лиц, в пользу которых заключён договор страхования. Страховой ущерб может определяться условиями страхования в бесспорном порядке при возможности однозначного установления его суммы или по согласованию сторон. Условиями страхования может быть предусмотрено привлечение к оценке размера финансовых потерь страхователя специальных экспертов – «аварийных комиссаров», призванных выяснять причины наступления страхового события и определять размер ущерба;

9) порядок выплаты страхового возмещения. Под страховым возмещением понимается сумма, выплачиваемая страховщиком для покрытия финансового ущерба страхователя при наступлении страхового события. Порядок его выплаты устанавливает предельный срок расчётов, их форму (вид платежа), возможность удержания из него невыплаченного размера страховой премии. Этот эле-

мент определяет также условия, при которых страховое возмещение не выплачивается, например, при умышленном преступлении и т. п.

### **6.3. Модель оценки эффективности передачи финансового риска предприятию страховщику**

С учётом предложенных к согласованию условий страхования отдельных видов финансовых рисков предприятие определяет его эффективность. Одним из методов определения эффективности страхования является Модель Хаустона, в основе которой лежит сравнительная оценка стоимости предприятия к концу страхового периода при передаче риска страховщику и при самостраховании путём резервирования части финансовых ресурсов.

В соответствии с этой моделью эффективность передачи финансового риска страховщику достигается при условии:

$$CA_{\text{стр}} > CA_{\text{сам}},$$

где  $CA_{\text{стр}}$  – стоимость активов предприятия на конец страхового периода при передаче риска страховщику;  $CA_{\text{сам}}$  – стоимость активов предприятия на конец аналогичного периода при самостраховании финансового риска.

Рассматриваемые в процессе сравнительной оценки показатели рассчитываются по следующим формулам:

$$CA_{\text{стр}} = CАН - СП + 4 - PA(C_{\text{ан}} - СЛ) + Y_{\text{ср}};$$

$$CA_{\text{сам}} = CАН - СФ + PA(CА - СФ - Y_{\text{ср}}) + P_{\text{ки}} СФ,$$

где  $CАН$  – стоимость активов предприятия на начало страхового периода;  $СП$  – общая сумма страховой премии, уплачиваемой страховщику;  $PA$  – уровень рентабельности активов, выраженный десятичной дробью;  $Y_{\text{ср}}$  – средняя сумма убытка предприятия по рассматриваемому виду риска (в рамках возможного его диапазона);  $СФ$  – сумма страхового фонда, формируемого предприятием при самостраховании финансового риска;  $P_{\text{ки}}$  – уровень рентабельности краткосрочных финансовых инвестиций, выраженный десятичной дробью.

Определенная на основе Модели Хаустона сравнительная эффективность передачи финансовых рисков страховщику при усло-

вии их страхуемости и их самострахования является основой принятия управленческих решений по этому вопросу.

### **Контрольные вопросы**

1. Какие виды финансовых рисков наиболее опасны?
2. От каких видов риска обеспечивается защита в процессе страхования?
3. Что нужно определить в первую очередь, прибегая к услугам страховщиков?
4. Что относится к принципам страхования финансовых рисков?
5. Что такое полный страховой интерес предприятия?
6. Что такое частичный страховой интерес предприятия?
7. Как различается страхование по его формам?
8. Что такое имущественное страхование?
9. В чём заключается страхование ответственности?
10. Что является элементами договора страхования?

## **Тема 7. УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ В ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ**

### **7.1. Управление риском снижения финансовой устойчивости предприятия**

Одним из наиболее опасных несистематических финансовых рисков, возникающих в процессе осуществления предприятием операционной деятельности, является риск снижения финансовой устойчивости. Если этот вид риска не будет своевременно нейтрализован, предприятие теряет возможность генерирования необходимого уровня прибыли вследствие возрастания стоимости привлекаемого капитала, а также темпы своего устойчивого роста в предстоящем периоде.

Риск снижения финансовой устойчивости относится к так называемым структурным рискам предприятия, так как он вызывается в первую очередь несовершенством структуры формирования операционных активов и капитала. Поэтому основным содержанием процесса управления риском снижения финансовой устойчивости предприятия выступает оптимизация состава внеоборотных и оборотных активов — с одной стороны, а также соотношения собственного и заёмного капитала — с другой.

Оптимизация состава внеоборотных и оборотных активов требует учёта отраслевых особенностей осуществления операционной деятельности, средней продолжительности операционного цикла на предприятии, а также оценки положительных и отрицательных особенностей функционирования этих видов активов.

Внеоборотные операционные активы характеризуются следующими положительными особенностями:

а) они практически не подвержены потерям от инфляции, а, следовательно, лучше защищены от неё;

б) им присущ меньший коммерческий риск потери в процессе операционной деятельности предприятия, они практически защищены от недобросовестных действий партнёров по операционным коммерческим сделкам;

в) эти активы способны генерировать стабильную прибыль, обеспечивая выпуск различных видов продукции в соответствии с конъюнктурой товарного рынка;

г) они способствуют предотвращению (или существенному снижению) потерь запасов товарно-материальных ценностей предприятия в процессе их хранения;

д) им присущи большие резервы существенного расширения объёма операционной деятельности в период подъёма конъюнктуры товарного рынка.

Вместе с тем внеоборотные активы в процессе операционного использования имеют ряд недостатков:

а) они подвержены моральному износу (особенно активная часть производственных основных средств и нематериальные операционные активы), в связи с чем, даже будучи временно выведенными из эксплуатации, эти виды активов теряют свою стоимость;

б) эти активы тяжело поддаются оперативному управлению, так как слабо изменчивы в структуре в коротком периоде; в результате этого любой временный спад конъюнктуры товарного рынка приводит к снижению уровня полезного их использования, если предприятие не переключается на выпуск других видов продукции;

в) в подавляющей части они относятся к группе слаболиквидных активов и не могут служить средством обеспечения потока платежей, обслуживающего операционную деятельность предприятия.

Оборотные активы характеризуются следующими положительными особенностями:

а) высокой степенью структурной трансформации, в результате которой они легко могут быть преобразованы из одного вида в другой при регулировании товарного и денежного потоков в операционном процессе;

б) большей приспособляемостью к изменениям конъюнктуры товарного и финансового рынков. Они легко поддаются изменениям в процессе диверсификации операционной деятельности предприятия;

в) высокой ликвидностью. При необходимости значительная их часть может быть конверсирована в денежные активы, необходимые для текущего обслуживания операционной деятельности в новых её вариациях;

г) лёгкостью управления. Основные управленческие решения, связанные с их оборотом, реализуются в течение короткого периода времени.

Вместе с тем им присущи следующие недостатки:

а) часть оборотных активов, находящихся в денежной форме, в форме денежных эквивалентов и в форме текущей дебиторской задолженности, в значительной мере подвержена потере стоимости в процессе инфляции;

б) временно не используемые (излишне сформированные) оборотные активы практически не генерируют прибыль, кроме свободных денежных активов, которые могут быть использованы в краткосрочных финансовых инвестициях. Более того, излишние запасы товарно-материальных ценностей не только не генерируют прибыль, но и вызывают дополнительные операционные затраты по их хранению;

в) запасы оборотных товарно-материальных ценностей во всех их формах подвержены постоянным потерям в связи с естественной убылью;

г) значительная часть оборотных активов подвержена риску потерь в связи с недобросовестностью партнёров по хозяйственным операциям, а иногда и персонала.

Для оценки результатов оптимизации соотношения оборотных и необоротных активов используется показатель — коэффициент манёвренности операционных активов, который рассчитывается по следующей формуле:

$$KM_a = \frac{OA}{A},$$

где  $KM_a$  — коэффициент манёвренности операционных активов предприятия;  $OA$  — сумма оборотных активов предприятия;  $A$  — общая сумма всех сформированных операционных активов предприятия.

Оптимизация соотношения собственного и заёмного капитала предприятия (или оптимизация структуры капитала) требует, прежде всего, учёта особенностей использования его важнейших составных частей.

Собственный капитал характеризуется следующими основными положительными особенностями:

1) простотой привлечения, так как решения, связанные с увеличением собственного капитала, особенно за счёт внутренних источников его формирования, принимаются собственниками и менеджерами предприятия без необходимости получения согласия других хозяйствующих субъектов;

2) более высокой способностью генерирования прибыли во всех сферах деятельности, так как при его использовании не требуется уплата ссудного процента во всех его формах;

3) обеспечением финансовой устойчивости развития предприятия, его платёжеспособности в долгосрочном периоде, а соответственно и снижением риска банкротства.

Вместе с тем ему присущи следующие недостатки:

1) ограниченность объёма привлечения, а, следовательно, и возможностей существенного расширения операционной и инвестиционной деятельности предприятия в периоды благоприятной конъюнктуры рынка на отдельных этапах его жизненного цикла;

2) неиспользуемая возможность прироста коэффициента рентабельности собственного капитала за счёт привлечения заёмных финансовых средств, так как без такого привлечения невозможно обеспечить превышение коэффициента финансовой рентабельности деятельности предприятия над экономической рентабельностью.

Таким образом, предприятие, использующее только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость. Его коэффициент автономии равен единице. Но ограничивает темпы своего стратегического развития, так как не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объёма активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал.

Заёмный капитал характеризуется следующими положительными особенностями:

1) достаточно широкими возможностями привлечения, особенно при высоком кредитном рейтинге предприятия, наличии залога или гарантии поручителя;

2) обеспечением роста финансового потенциала предприятия при необходимости существенного расширения его активов и возрастания темпов роста объёма его хозяйственной деятельности;

3) более низкой стоимостью в сравнении с собственным капиталом за счёт обеспечения эффекта «налогового щита» — изъятия затрат по его обслуживанию из налогооблагаемой базы при уплате налога на прибыль;

4) способностью генерировать прирост финансовой рентабельности — коэффициента рентабельности собственного капитала.

В то же время использование заёмного капитала имеет следующие недостатки:

1) использование этого капитала генерирует наиболее опасные финансовые риски в хозяйственной деятельности предприятия — риск снижения финансовой устойчивости и потери платёжеспособности. Уровень этих рисков возрастает пропорционально росту удельного веса использования заёмного капитала;

2) активы, сформированные за счёт заёмного капитала, генерируют меньшую при прочих равных условиях норму прибыли, которая снижается на сумму выплачиваемого ссудного процента во всех его формах: процента за банковский кредит; лизинговой ставки; купонного процента по облигациям; вексельного процента за товарный кредит и т. п.;

3) высокая зависимость стоимости заёмного капитала от колебаний конъюнктуры финансового рынка. В ряде случаев при снижении средней ставки ссудного процента на рынке использование ранее полученных кредитов (особенно на долгосрочной основе) становится предприятию не выгодным в связи с наличием более дешёвых альтернативных источников кредитных ресурсов;

4) сложность процедуры привлечения (особенно в больших размерах), так как предоставление кредитных ресурсов зависит от решения других хозяйствующих субъектов (кредиторов), требует в ряде случаев соответствующих сторонних гарантий или залога (при этом гарантии страховых компаний, банков или других хозяйствующих субъектов предоставляются, как правило, на платной основе).

Таким образом, предприятие, использующее заёмный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал своего стратегического развития (за счёт формирования дополнительного объёма активов) и возможности прироста финансовой рентабельности деятельности, однако в большей мере генерирует финансовый риск

и угрозу банкротства (возрастающие по мере увеличения удельного веса заёмных средств в общей сумме используемого капитала).

С учётом особенностей использования собственного и заёмного капитала предприятия осуществляется процесс непосредственной оптимизации его структуры.

Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заёмных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости предприятия, т. е. максимизируется его рыночная стоимость.

Процесс оптимизации структуры капитала предприятия осуществляется по следующим этапам:

1) анализ капитала предприятия. Основной целью этого анализа является выявление тенденций динамики объёма и состава капитала в предплановом периоде и их влияния на финансовую устойчивость, и эффективность использования капитала.

На первой стадии анализа:

- рассматриваются динамика общего объёма и основных составных элементов капитала в сопоставлении с динамикой объёма производства и реализации продукции;
- определяется соотношение собственного и заёмного капитала и его тенденции; изучается соотношение долго- и краткосрочных финансовых обязательств в составе заёмного капитала;
- определяется размер просроченных финансовых обязательств и выясняются причины просрочки.

На второй стадии анализа рассматривается система коэффициентов финансовой устойчивости предприятия, определяемая структурой его капитала. В процессе проведения такого анализа рассчитываются и изучаются в динамике следующие коэффициенты:

- автономии;
- финансирования;
- долгосрочной финансовой независимости;
- соотношения долго- и краткосрочной задолженности.

Анализ финансовой устойчивости предприятия позволяет оценить степень стабильности его финансового развития и уровень финансовых рисков, генерирующих угрозу его банкротства.

На третьей стадии анализа оценивается эффективность использования капитала в целом и отдельных его элементов. В процессе проведения такого анализа рассчитываются и рассматриваются в динамике следующие основные показатели:

- период оборота капитала;
- коэффициент рентабельности всего используемого капитала;
- коэффициент рентабельности собственного капитала;
- капиталоотдача;
- капиталоемкость реализации продукции;

2) оценка основных факторов, определяющих формирование структуры капитала. Практика показывает, что не существует единых рецептов эффективного соотношения собственного и заёмного капитала не только для однотипных предприятий, но даже и для одного предприятия на разных стадиях его развития и при различной конъюнктуре товарного и финансового рынков. Вместе с тем существует ряд объективных и субъективных факторов, учёт которых позволяет целенаправленно формировать структуру капитала, обеспечивая условия наиболее эффективного его использования на каждом конкретном предприятии.

Основными из этих факторов являются:

– отраслевые особенности операционной деятельности предприятия. Характер этих особенностей определяет структуру активов предприятия, их ликвидность. Предприятия с высоким уровнем фондоёмкости производства продукции в силу высокой доли внеоборотных активов имеют обычно более низкий кредитный рейтинг и вынуждены ориентироваться в своей деятельности на использование собственного капитала. Кроме того, характер отраслевых особенностей определяет различную продолжительность операционного цикла. Чем ниже период операционного цикла, тем в большей степени (при прочих равных условиях) может быть использован предприятием заёмный капитал;

– стадия жизненного цикла предприятия. Растущие предприятия, находящиеся на ранних стадиях своего жизненного цикла и имеющие конкурентоспособную продукцию, могут привлекать для своего развития большую долю заёмного капитала. Хотя для таких предприятий стоимость этого капитала может быть выше среднеры-

ночной. На предприятиях, находящихся на ранних стадиях своего жизненного цикла, уровень финансовых рисков более высокий, что учитывается их кредиторами. В то же время предприятия, находящиеся в стадии зрелости, в большей мере должны использовать собственный капитал;

— конъюнктура товарного рынка. Чем стабильнее конъюнктура этого рынка, а соответственно, и стабильнее спрос на продукцию предприятия, тем выше и безопаснее становится использование заёмного капитала. И наоборот, в условиях неблагоприятной конъюнктуры и сокращения объёма реализации продукции использование заёмного капитала ускоренно генерирует снижение уровня прибыли и риск потери платёжеспособности. В этих условиях необходимо оперативно снижать коэффициент финансового левериджа за счёт уменьшения объёма использования заёмного капитала;

— конъюнктура финансового рынка. В зависимости от состояния этой конъюнктуры возрастает или снижается стоимость заёмного капитала. При существенном возрастании этой стоимости дифференциал финансового левериджа может достигать отрицательного значения. В этом случае использование заёмного капитала приводит к резкому снижению уровня финансовой рентабельности, а ряде случаев и к убыточной операционной деятельности. При существенном снижении этой стоимости резко снижается эффективность использования долгосрочного заёмного капитала, если кредитными условиями не оговорена соответствующая корректировка ставки процента за кредит. Конъюнктура финансового рынка оказывает также влияние на стоимость привлечения собственного капитала из внешних источников. При возрастании уровня ссудного процента возрастают и требования инвесторов к норме прибыли на вложенный капитал;

— уровень рентабельности операционной деятельности. При высоком значении этого показателя кредитный рейтинг предприятия возрастает, и оно расширяет потенциал возможного использования заёмного капитала. Однако в практических условиях этот потенциал часто остаётся невостребованным в связи с тем, что при высоком уровне рентабельности предприятие имеет возможность удовлетворить дополнительную потребность в капитале за счёт более вы-

сокого уровня капитализации полученной прибыли. В этом случае собственники предпочитают инвестировать полученную прибыль в собственное предприятие, обеспечивающее высокий уровень отдачи капитала, что при прочих равных условиях снижает удельный вес использования заемных средств;

— коэффициент операционного левериджа. Рост прибыли предприятия обеспечивается совместным проявлением эффекта операционного и финансового левериджа. Поэтому предприятия с растущим объёмом реализации продукции, но имеющие в силу отраслевых особенностей её производства низкий коэффициент операционного левериджа, могут в гораздо большей степени (при прочих равных условиях) увеличивать коэффициент финансового левериджа, т. е. использовать большую долю заёмных средств в общей сумме капитала;

— отношение кредиторов к предприятию. Как правило, кредиторы при оценке кредитного рейтинга предприятия руководствуются своими критериями, не совпадающими иногда с критериями оценки собственной кредитоспособности предприятием. В ряде случаев, несмотря на высокую финансовую устойчивость предприятия, кредиторы могут руководствоваться и иными критериями, которые формируют негативный его имидж, а соответственно, снижают и его кредитный рейтинг. Это оказывает соответствующее отрицательное влияние на возможность привлечения предприятием заёмного капитала, снижает его финансовую гибкость, т. е. возможность оперативно формировать капитал за счёт внешних источников;

— уровень налогообложения прибыли. В условиях низких ставок налога на прибыль или использования предприятием налоговых льгот по прибыли, разница в стоимости собственного и заёмного капитала, привлекаемого из внешних источников, снижается. Это связано с тем, что эффект налогового корректора при использовании заёмных средств уменьшается. В этих условиях более предпочтительным является формирование капитала из внешних источников за счёт эмиссии акций (привлечения дополнительного паевого капитала). В то же время при высокой ставке налогообложения прибыли существенно повышается эффективность привлечения заёмного капитала;

– финансовый менталитет собственников и менеджеров предприятия. Неприятие высоких уровней рисков формирует консервативный подход собственников и менеджеров к финансированию развития предприятия, при котором его основу составляет собственный капитал. И наоборот, стремление получить высокую прибыль на собственный капитал, невзирая на высокий уровень рисков, формирует агрессивный подход к финансированию развития предприятия, при котором заёмный капитал используется в максимально возможном размере;

– уровень концентрации собственного капитала. Для того чтобы сохранить финансовый контроль управления предприятием – контрольный пакет акций или контрольный объём паевого вклада, владельцам предприятия не хочется привлекать дополнительный собственный капитал из внешних источников, даже несмотря на благоприятные к этому предпосылки. Задача сохранения финансового контроля управления предприятием в этом случае является критерием формирования дополнительного капитала за счёт заёмных средств. С учётом этих факторов управление структурой капитала на предприятии сводится к двум основным направлениям:

а) установлению оптимальных для данного предприятия пропорций использования собственного и заёмного капитала;

б) обеспечению привлечения на предприятие необходимых видов и объёмов капитала для достижения расчётных показателей его структуры;

3) оптимизация структуры капитала по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности. Для проведения таких оптимизационных расчётов используется механизм финансового леввериджа.

Финансовый левверидж характеризует использование предприятием заёмных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала.

Иными словами, финансовый левверидж представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заёмных средств в объёме используемого предприятием капитала, позволяющий ему получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

Показатель, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли на собственный капитал при различной доле использова-

ния заёмных средств, называется эффектом финансового леве­риджа. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ЭФЛ} = (1 - \text{Снп})(\text{КВРа} - \text{ПК}) \frac{\text{ЗК}}{\text{СК}},$$

где ЭФЛ – эффект финансового леве­риджа, заключающийся в при­росте коэффициента рентабельности собственного капитала, %; Снп – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; КВРа – коэффициент валовой рентабельности активов (отношение валовой прибыли к средней стоимости активов), %; ПК – средний размер процентов за кредит, уплачиваемых предприятием за использование заёмного капитала, %, ЗК – заёмного капитала; СК – средняя сумма собственного капитала предприятия.

Рассматривая приведённую формулу расчёта эффекта финансо­вого леве­риджа, можно выделить в ней три основные составляющие:

а) налоговый корректор финансового леве­риджа  $(1 - \text{Снп})$ , кото­рый показывает, в какой степени проявляется эффект финансового леве­риджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли;

б) дифференциал финансового леве­риджа  $(\text{КВРа} - \text{ПК})$ , кото­рый характеризует разницу между коэффициентом валовой рента­бельности активов и средним размером процента за кредит;

в) коэффициент финансового леве­риджа  $(\text{ЗК}/\text{СК})$ , который ха­рактеризует сумму заёмного капитала, используемого предприя­тием, в расчёте на единицу собственного капитала.

Выделение этих составляющих позволяет целенаправленно управлять эффектом финансового леве­риджа в процессе финансо­вой деятельности предприятия.

Налоговый корректор финансового леве­риджа практически не зависит от деятельности предприятия, так как ставка налога на прибыль устанавливается законодательно. Вместе с тем в процессе управления финансовым леве­рижем дифференцированный нало­говый корректор может быть использован в следующих случаях:

а) если по различным видам деятельности предприятия установ­лены дифференцированные ставки налогообложения прибыли;

б) по отдельным видам деятельности предприятие использует налоговые льготы по прибыли;

в) отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в свободных экономических зонах своей страны, где действует льготный режим налогообложения прибыли;

г) отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в государствах с более низким уровнем налогообложения прибыли.

В этих случаях, воздействуя на отраслевую или региональную структуру производства, а соответственно, и на состав прибыли по уровню ее налогообложения, можно, снизив среднюю ставку налогообложения прибыли, повысить воздействие налогового корректора финансового левериджа на его эффект при прочих равных условиях.

Дифференциал финансового левериджа является главным условием, формирующим положительный эффект финансового левериджа. Этот эффект проявляется только в том случае, если уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия, превышает средний размер процента за используемый кредит, включающий не только его прямую ставку, но и другие удельные расходы по его привлечению, страхованию и обслуживанию, т. е. если дифференциал финансового левериджа является положительной величиной. Чем выше положительное значение дифференциала финансового левериджа, тем выше при прочих равных условиях будет его эффект.

В связи с высокой динамичностью этого показателя он требует постоянного мониторинга в процессе управления эффектом финансового левериджа. Этот динамизм обусловлен действием ряда факторов.

Прежде всего, в период ухудшения конъюнктуры финансового рынка, в первую очередь, сокращения объёма предложения на нём свободного капитала, стоимость заёмных средств может резко возрасти, превысив уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия.

Кроме того, снижение финансовой устойчивости предприятия в процессе повышения доли используемого заёмного капитала приводит к увеличению риска его банкротства, что вынуждает кредиторов увеличивать уровень ставки процента за кредит с учётом включения в неё премии за дополнительный финансовый риск. При определённом уровне этого риска, а соответственно, и уровне общей

ставки процента за кредит, дифференциал финансового левеиджа может быть сведён к нулю, при котором использование заёмного капитала не даст прироста рентабельности собственного капитала, и даже иметь отрицательную величину, при которой рентабельность собственного капитала снизится, так как часть чистой прибыли, генерируемой собственным капиталом, будет уходить на обслуживание используемого заёмного капитала по высоким ставкам процента.

Наконец, в период ухудшения конъюнктуры товарного рынка сокращается объём реализации продукции, а соответственно, и размер валовой прибыли предприятия от операционной деятельности. В этих условиях отрицательная величина дифференциала финансового левеиджа может формироваться даже при неизменных ставках процента за кредит за счёт снижения коэффициента валовой рентабельности активов.

Формирование отрицательного значения дифференциала финансового левеиджа по любой из вышеперечисленных причин всегда приводит к снижению коэффициента рентабельности собственного капитала. В этом случае использование предприятием заёмного капитала даёт отрицательный эффект.

Коэффициент финансового левеиджа является тем рычагом (leverage в дословном переводе — рычаг), который изменяет положительный или отрицательный эффект, получаемый за счёт соответствующего значения его дифференциала. При положительном значении дифференциала любой прирост коэффициента финансового левеиджа будет вызывать ещё больший прирост коэффициента рентабельности собственного капитала, а при отрицательном значении дифференциала прирост коэффициента финансового левеиджа будет приводить к ещё большему темпу снижения коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, прирост коэффициента финансового левеиджа мультиплицирует ещё больший прирост его эффекта (положительного или отрицательного в зависимости от положительной или отрицательной величины дифференциала финансового левеиджа). Аналогично снижение коэффициента финансового левеиджа будет приводить к обратному результату, снижая в ещё большей степени его положительный или отрицательный эффект.

Таким образом, при неизменном дифференциале коэффициент финансового левириджа является главным генератором как возрастания суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансового риска потери этой прибыли. Аналогичным образом, при неизменном коэффициенте финансового левириджа положительная или отрицательная динамика его дифференциала генерирует как возрастание суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансовый риск её потери;

4) оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости. Процесс этой оптимизации основан на предварительной оценке стоимости собственного и заёмного капитала при разных условиях его привлечения и осуществлении многовариантных расчётов средневзвешенной стоимости капитала;

5) оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков. Этот метод оптимизации структуры капитала связан с процессом дифференцированного выбора источников финансирования различных составных частей активов предприятия. В этих целях все активы предприятия подразделяются на три группы:

а) внеоборотные активы;

б) постоянная часть оборотных активов. Она представляет собой неизменяемую часть совокупного их размера, которая не зависит от сезонных и других колебаний объёма операционной деятельности и не связана с формированием запасов сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения. Иными словами, она рассматривается как неснижаемый минимум оборотных активов, необходимый предприятию для осуществления текущей операционной деятельности;

в) переменная часть оборотных активов. Она представляет собой варьирующую часть их совокупного размера, которая связана с сезонным возрастанием объёма реализации продукции, необходимостью формирования в отдельные периоды деятельности предприятия товарных запасов сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения. В составе этой переменной части оборотных активов выделяют максимальную и среднюю потребность в них.

Существуют три принципиальных подхода к финансированию различных групп активов предприятия:

В зависимости от своего отношения к финансовым рискам собственники или менеджеры предприятия избирают один из рассмотренных вариантов финансирования активов. Учитывая, что на современном этапе долгосрочные займы и ссуды предприятиям практически не предоставляются, избранная модель финансирования активов будет представлять соотношение собственного и заёмного (краткосрочного) капитала, т. е. оптимизировать его структуру с этих позиций;

б) формирование показателя целевой структуры капитала. Предельные границы максимально рентабельной и минимально рискованной структуры капитала позволяют определить поле выбора конкретных его значений на стратегический период. В процессе этого выбора учитываются ранее рассмотренные факторы, характеризующие индивидуальные особенности деятельности данного предприятия.

Окончательное решение, принимаемое по этому вопросу, позволяет сформировать на предстоящий период показатель «целевой структуры капитала», в соответствии с которым будет осуществляться последующее его формирование на предприятии путём привлечения финансовых средств из соответствующих источников.

## **7.2. Управление риском неплатёжеспособности предприятия**

Риск неплатёжеспособности, как и риск нарушения финансовой устойчивости, также относится к числу наиболее опасных для предприятия, так как генерирует непосредственную угрозу его банкротства. Этот риск вызывается недостаточностью денежных активов предприятия (его денежных средств и их эквивалентов). Размер остатка денежных активов, которым оперирует предприятие в процессе своей операционной деятельности, полностью определяет уровень его абсолютной платёжеспособности — готовность предприятия немедленно рассчитаться по всем своим неотложным финансовым обязательствам, а также существенно влияет на уровень его промежуточной и текущей платёжеспособности.

С учётом роли денежных активов в обеспечении платёжеспособности предприятия организуется процесс управления ими. При осуществлении этого управления следует учесть, что требования обеспечения постоянной платёжеспособности предприятия определяют необходимость создания высокого размера денежных активов, т. е. преследуют цели максимизации их среднего остатка в рамках финансовых возможностей предприятия. С другой стороны, следует учесть, что денежные активы предприятия в национальной валюте при их хранении в значительной степени подвержены потере реальной стоимости от инфляции; кроме того, денежные активы в национальной и иностранной валюте при хранении теряют свою стоимость во времени, что определяет необходимость минимизации их среднего остатка. Эти противоречивые требования должны быть учтены при осуществлении управления денежными активами, которое в связи с этим приобретает оптимизационный характер.

1. Анализ денежных активов предприятия в предшествующем периоде. Основной целью этого анализа является оценка суммы и уровня среднего остатка денежных активов с позиций обеспечения платёжеспособности предприятия, а также определение эффективности их использования.

На первой стадии анализа оценивается степень участия денежных активов в совокупных оборотных активах предприятия и его динамика в предшествующем периоде.

На второй стадии анализа определяется средний период оборота и количество оборотов денежных активов в рассматриваемом периоде. Такой анализ проводится для соотнесения средней суммы денежных активов с объёмом денежных платежей — отрицательным денежным потоком предприятия.

На третьей стадии анализа определяется уровень абсолютной платёжеспособности предприятия по отдельным месяцам предшествующего периода. В этих целях рассчитывается коэффициент абсолютной платёжеспособности или «кислотный тест», формула которого рассмотрена в системе показателей анализа финансового состояния предприятия.

На четвёртой стадии анализа определяется уровень отвлечения свободного остатка денежных активов в краткосрочные финансо-

вые инвестиции (эквиваленты денежных средств) и коэффициент рентабельности краткосрочных финансовых инвестиций.

2. Оптимизация среднего остатка денежных активов предприятия. Такая оптимизация обеспечивается путём расчётов необходимого размера отдельных видов этого остатка в предстоящем периоде.

Потребность в операционном (транзакционном) остатке денежных активов характеризует минимально необходимую их сумму, необходимую для осуществления текущей хозяйственной деятельности.

Потребность в страховом (резервном) остатке денежных активов определяется на основе рассчитанной суммы их операционного остатка и коэффициента неравномерности (коэффициента вариации) поступления денежных средств на предприятие по отдельным месяцам предшествующего года.

Потребность в компенсационном остатке денежных активов планируется в размере, определённом соглашением о банковском обслуживании. Если соглашение с банком, осуществляющим расчётное обслуживание предприятия, такого требования не содержит, этот вид остатка денежных активов на предприятии не планируется.

Потребность в инвестиционном (спекулятивном) остатке денежных активов планируется исходя из финансовых возможностей предприятия только после того, как полностью обеспечена потребность в других видах остатков денежных активов. Так как эта часть денежных активов не теряет своей стоимости в процессе хранения при формировании эффективного портфеля краткосрочных финансовых инвестиций, их сумма верхним пределом не ограничивается. Критерием формирования этой части денежных активов выступает необходимость обеспечения более высокого коэффициента рентабельности краткосрочных инвестиций в сравнении с коэффициентом рентабельности операционных активов.

3. Выбор эффективных форм регулирования среднего остатка денежных активов. Такое регулирование проводится с целью обеспечения постоянной платежеспособности предприятия, а также с целью уменьшения расчётной максимальной и средней потребности в остатках денежных активов.

Основным методом регулирования среднего остатка денежных активов является оптимизация денежных потоков предприятия.

Оптимизация денежных потоков представляет собой процесс выбора наилучших форм их организации на предприятии с учётом условий и особенностей осуществления его хозяйственной деятельности.

Основными направлениями оптимизации денежных потоков предприятия являются:

а) сбалансирование объёмов денежных потоков. Это направление оптимизации денежных потоков предприятия призвано обеспечить необходимую пропорциональность объёмов положительного и отрицательного их видов;

б) синхронизация денежных потоков во времени. Это направление оптимизации денежных потоков предприятия призвано обеспечить необходимый уровень его платёжеспособности в каждом из интервалов перспективного периода при одновременном снижении размера страховых резервов денежных активов;

в) максимизация чистого денежного потока. Это направление оптимизации является наиболее важным и отражает результаты предшествующих её этапов. Рост чистого денежного потока обеспечивает повышение темпов экономического развития предприятия на принципах самофинансирования, снижает зависимость этого развития от внешних источников формирования финансовых ресурсов, обеспечивает прирост рыночной стоимости предприятия.

4. Обеспечение рентабельного использования временно свободного остатка денежных активов. На этом этапе формирования политики управления денежными активами разрабатывается система мероприятий по минимизации уровня потерь альтернативного дохода в процессе их хранения и противоинфляционной защиты.

5. Построение эффективных систем контроля денежных активов предприятия. Объектом такого контроля являются совокупный уровень остатка денежных активов, обеспечивающих текущую платёжеспособность предприятия, а также уровень эффективности сформированного портфеля краткосрочных финансовых инвестиций — эквивалентов денежных средств предприятия.

### **7.3. Управление кредитным риском предприятия**

Современный этап экономического развития страны характеризуется высоким уровнем кредитного риска предприятий, реализующим свою продукцию оптовым и розничным покупателям. Этот риск приводит не только к росту текущей дебиторской задолженности, но и вызывает большой объём так называемых «сомнительных долгов», часть из которых не может быть погашена покупателем-должником и подлежит списанию.

Эффективное управление кредитным риском предприятия связано в первую очередь с оптимизацией размера и обеспечением своевременной инкассации задолженности покупателей за товары, работы и услуги.

Формирование алгоритмов такого управления текущей дебиторской задолженностью, определяемое как кредитная политика предприятия по отношению к покупателям продукции, осуществляется по следующим основным этапам:

1) анализ текущей дебиторской задолженности предприятия в предшествующем периоде. Основной задачей этого анализа является оценка уровня и состава текущей дебиторской задолженности предприятия, а также эффективности инвестированных в неё финансовых ресурсов. Анализ дебиторской задолженности по расчётам с покупателями проводится в разрезе товарного (коммерческого) и потребительского кредита;

2) выбор типа кредитной политики предприятия по отношению к покупателям продукции. В современной коммерческой и финансовой практике реализация продукции в кредит (с отсрочкой платежа за неё) получила широкое распространение, как в нашей стране, так и в странах с развитой рыночной экономикой. Формирование принципов кредитной политики отражает условия этой практики и направлено на повышение эффективности операционной и финансовой деятельности предприятия;

3) определение возможной суммы оборотного капитала, направляемого в дебиторскую задолженность по товарному (коммерческому) и потребительскому кредиту.

При расчёте этой суммы необходимо учитывать:

- планируемые объёмы реализации продукции в кредит;
- средний период предоставления отсрочки платежа по отдельным формам кредита;
- средний период просрочки платежей, исходя из сложившейся хозяйственной практики. Он определяется по результатам анализа текущей дебиторской задолженности в предшествующем периоде;
- коэффициент соотношения себестоимости и цены реализуемой в кредит продукции;

4) формирование системы кредитных условий. В состав этих условий входят следующие элементы:

- срок предоставления кредита (кредитный период);
- размер предоставляемого кредита (кредитный лимит);
- стоимость предоставления кредита (система ценовых скидок при осуществлении немедленных расчётов за приобретённую продукцию);
- система штрафных санкций за просрочку исполнения обязательств покупателями.

5) формирование стандартов оценки покупателей и дифференциация условий предоставления кредита. В основе установления таких стандартов оценки покупателей лежит их кредитоспособность;

6) формирование процедуры инкассации текущей дебиторской задолженности. В составе этой процедуры должны быть предусмотрены:

- сроки и формы предварительного и последующего напоминаний покупателям о дате платежей;
- возможности и условия пролонгирования долга по предоставленному кредиту;
- условия возбуждения дела о банкротстве несостоятельных дебиторов;

7) обеспечение использования на предприятии современных форм рефинансирования текущей дебиторской задолженности. Развитие рыночных отношений и инфраструктуры финансового рынка позволяет использовать в практике финансового менеджмента ряд новых форм управления дебиторской задолженностью – её рефинансирование, т. е. ускоренный перевод в другие формы

оборотных активов предприятия: денежные средства и высоколиквидные краткосрочные ценные бумаги;

8) построение эффективных систем контроля движения и своевременной инкассации текущей дебиторской задолженности. Такой контроль организуется в рамках построения общей системы финансового контроля на предприятии как самостоятельный его блок. Одним из видов таких систем является «Система АВС» применительно к портфелю дебиторской задолженности предприятия. В категорию «А» включаются при этом наиболее крупные и сомнительные виды текущей дебиторской задолженности – так называемые «проблемные кредиты»; в категорию «В» – кредиты средних размеров; в категорию «С» – остальные виды дебиторской задолженности, не оказывающие серьёзного влияния на результаты финансовой деятельности предприятия.

### **Контрольные вопросы**

1. В чём заключается риск снижения финансовой устойчивости?
2. Что произойдёт, если риск финансовой устойчивости не будет нейтрализован?
3. Чем характеризуются внеоборотные операционные активы?
4. Чем характеризуются оборотные активы?
5. Чем характеризуется собственный капитал?
6. Чем характеризуется заёмный капитал?
7. Каковы этапы процесса оптимизации структуры капитала предприятия?
8. Что происходит на второй стадии анализа капитала предприятия?
9. Что характеризует финансовый левэридж?

## **Тема 8. ОСОБЕННОСТИ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ В ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ**

### **8.1. Управление проектными рисками**

Реальное инвестирование предприятия во всех его формах сопряжено с многочисленными рисками, объединяемыми общим понятием «риск реального инвестирования». Основу интегрированного риска реального инвестирования предприятия составляют так называемые проектные риски, т. е. риски, связанные с осуществлением реальных инвестиционных проектов предприятия. В системе показателей оценки таких проектов уровень риска занимает третье по значимости место, дополняя такие его показатели, как объём инвестиционных затрат и сумма чистого денежного потока.

Под риском реального инвестиционного проекта (проектным риском) понимается возможность возникновения в ходе его реализации неблагоприятных событий, которые могут обусловить снижение его расчётного эффекта.

Проектный риск является объективным явлением в функционировании любого предприятия, осуществляющего реальное инвестирование. Он сопровождает реализацию практически всех видов реальных инвестиционных проектов, в каких бы формах они не осуществлялись. Хотя ряд параметров проектного риска зависит от субъективных управленческих решений, отражённых в процессе подготовки конкретных реальных инвестиционных проектов, объективная его природа остаётся неизменной.

Уровень проектного риска, присущий осуществлению даже однотипных реальных инвестиционных проектов одного и того же предприятия, не является неизменным. Он существенно варьирует под воздействием многочисленных объективных и субъективных факторов, которые находятся в постоянной динамике. Поэтому каждый реальный инвестиционный проект требует индивидуальной оценки уровня риска в конкретных условиях его осуществления.

Оценка уровня проектного риска базируется на следующих принципах и методических подходах, используемых в современной практике управления проектами:

1) общая оценка проектного риска осуществляется путём определения интегрированного их показателя, характеризуемого как «уровень проектного риска». Этот показатель интегрирует влияние всех видов риска, связанных с реализацией рассматриваемого проекта;

2) в основе оценки уровня проектного риска лежит определение возможного диапазона отклонений показателей эффективности проекта от расчётных их величин. Чем шире этот возможный диапазон отклонений, тем выше уровень проектного риска;

3) в качестве рассматриваемого показателя эффективности, используемого для оценки уровня проектного риска, может быть избран любой из них. Вместе с тем наибольшее предпочтение в процессе такой оценки отдаётся показателям чистого приведённого дохода и внутренней ставки доходности. Эти показатели в наибольшей степени характеризуют возможности обеспечения роста рыночной стоимости предприятия в результате реализации проекта;

4) для количественного измерения размеров возможных отклонений эффективности проекта от расчётной её величины используется система показателей, отражающих степень её колеблемости. Основными из этих показателей являются дисперсия, среднеквадратическое (стандартное) отклонение и коэффициент вариации;

5) оценка возможной колеблемости рассчитанных показателей эффективности проекта осуществляется в максимально широком диапазоне возможных условий его реализации. В этих целях прогнозируются различные варианты возможного изменения факторов внешней инвестиционной среды и параметров внутреннего потенциала предприятия, которые генерируют угрозы снижения расчётной эффективности проекта в процессе его реализации.

На основе изложенных принципов формируется методический инструментарий оценки уровня риска отдельных реальных инвестиционных проектов.

Система основных из этих методов приведена далее.

**I. Анализ чувствительности проекта.** Основной задачей использования этого аналитического метода является оценка влияния

основных исходных (факторных) параметров на результативные показатели эффективности реального инвестиционного проекта. В процессе осуществления этого анализа, последовательно изменяя возможные значения варьируемых исходных (факторных) показателей, можно определить диапазон колебаний избранных для оценки риска проекта конечных показателей его эффективности, а также критические значения исходных (факторных) показателей рассматриваемого проекта, которые ставят под сомнение целесообразность его осуществления. Чем выше степень зависимости показателей эффективности проекта от отдельных исходных (факторных) показателей её формирования, тем более рисковым он считается по результатам анализа чувствительности.

Анализ чувствительности проекта в процессе оценки степени его риска осуществляется в разрезе следующих основных этапов.

1. Выбор для анализа приоритетного показателя эффективности проекта. Анализ чувствительности проекта принципиально может быть проведён по любому из показателей его эффективности – чистому приведённому доходу, индексу (коэффициенту) доходности, индексу (коэффициенту) рентабельности, периоду окупаемости, внутренней ставке доходности. Вместе с тем с учётом ранее рассмотренных преимуществ и недостатков каждого из оценочных показателей эффективности проекта, приоритет в таком выборе следует отдавать показателям чистого приведённого дохода или внутренней ставке доходности.

2. Выбор для анализа системы основных исходных (факторных) показателей, оказывающих влияние на возможное изменение избранного показателя эффективности проекта. Так как практически все показатели оценки эффективности инвестиционного проекта построены на сопоставлении объёма инвестиционных затрат и суммы чистого денежного потока, при выборе факторных показателей следует обратить внимание на те из них, которые, по мнению аналитика, оказывают наибольшее влияние на указанные элементы определения избранного показателя эффективности.

3. Построение модели расчёта влияния каждого из исходных (факторных) показателей на избранный показатель эффективности проекта. Такая модель строится раздельно по каждому факторному

показателю методом прямого счёта или на основе корреляционного анализа за предшествующий период. Однофакторная модель регрессии, учитывающая влияние рассматриваемого исходного (факторного) показателя на изменение показателя эффективности проекта, обычно имеет следующий вид:

$$\text{Эп} = a + b\Phi,$$

где Эп – значение рассматриваемого показателя эффективности проекта при изменении исходного (факторного) показателя его расчёта;  $\Phi$  – значение исходного (факторного) показателя;  $a, b$  – числовые параметры модели.

4. Определение аналитического периода осуществления расчётов. Анализ чувствительности проекта может проводиться как по любому из этапов проектного цикла, так и по всему периоду проектного цикла. Обычно для анализа избирается второй вариант аналитического периода, если информационная база анализа позволяет прогнозировать возможные изменения отдельных первичных (факторных) показателей в процессе полной реализации проекта.

5. Установление базового значения каждого из исходных (факторных) показателей, по которому рассчитывался избранный показатель эффективности проекта. Система таких базовых значений всех исходных показателей содержится в проектном обосновании в соответствующих его разделах – производственном, маркетинговом, финансовом и др.

6. Определение возможного диапазона изменения каждого исходного (факторного) показателя в ходе реализации проекта. В процессе этого этапа анализа определяется минимально и максимально возможное изменение базового исходного (факторного) показателя к концу аналитического периода. Расчёт возможных изменений ведётся в процентах к базовому значению исходного показателя. Общий диапазон возможного изменения исходного показателя также определяется в процентах как разность между максимальным и минимальным размером его возможного отклонения.

7. Расчёт ожидаемого изменения избранного показателя эффективности проекта при экстремальных значениях возможного изменения каждого исходного (факторного) показателя. Такой расчёт осуществляется как по минимальному, так и по максимальному воз-

можному значению каждого исходного показателя на основе ранее построенных моделей определения их влияния на избранный показатель эффективности проекта. Результаты расчёта позволяют получить количественные значения показателя эффективности проекта при минимальном и максимальном значении каждого из исходных (факторных) показателей.

8. Установление возможного диапазона значений избранного показателя эффективности проекта в диапазоне изменения каждого исходного (факторного) показателя. В этих целях вначале определяется размер отклонений показателя эффективности проекта (при минимальном и максимальном значении исходного показателя) от базового его значения (в процентах к базовому значению). Затем как разность между максимальным и минимальным значениями показателя эффективности определяется возможный диапазон его колебаний (в процентах) в зависимости от изменения каждого исходного показателя.

9. Определение уровня чувствительности избранного показателя эффективности проекта к изменению каждого исходного (факторного) показателя. Этот уровень может быть установлен на основе расчёта коэффициента эластичности или графическим методом.

10. Ранжирование исходных (факторных) показателей по степени их влияния на изменение избранного показателя эффективности проекта. Такое ранжирование исходных показателей осуществляется на основе рассчитанных коэффициентов эластичности изменения избранного показателя эффективности проекта от изменения каждого из исходных показателей. Ранговая последовательность исходных показателей устанавливается по мере убывания значения коэффициента эластичности (т. е. снижения степени его влияния на показатель эффективности) – первый ранг присваивается исходному показателю с наивысшим значением коэффициента эластичности.

**II. Анализ сценариев проекта.** Основной задачей использования этого аналитического метода является комплексная оценка влияния всех основных исходных (факторных) показателей на эффективность реального инвестиционного проекта при различных возможных условиях (сценариях) его реализации – от наилучших до наихудших. В процессе этого анализа все варьируемые исходные

(факторные) показатели проекта моделируются с учётом их взаимозависимости. По каждому из рассматриваемых сценариев проекта определяется вероятность его возникновения. На основе возможных колебаний показателей эффективности проекта при различных условиях (сценариях) его реализации определяются среднеквадратическое (стандартное) отклонение и коэффициент вариации, которые выражают степень проектного риска. Чем выше значение этих показателей, тем соответственно более высоким считается уровень проектного риска.

Анализ сценариев проекта в процессе оценки степени его риска осуществляется в разрезе следующих основных этапов:

1. Выбор для анализа приоритетного показателя эффективности проекта. Из ранее рассмотренной системы показателей оценки эффективности проекта для осуществления его сценарного анализа может быть избран любой из них. Однако, по мнению большинства специалистов, для проведения анализа сценариев проекта в качестве приоритетного в наибольшей степени подходит показатель чистого приведённого дохода.

2. Определение количества и видов сценариев возможной реализации проекта. В обычной практике сценарного анализа проектов для исследования избирается от 3 до 5 вариантов (сценариев) возможных условий реализации проекта. Эти условия должны определять весь диапазон возможных изменений факторов внешней инвестиционной среды и параметров внутреннего потенциала предприятия — от наилучших до наихудших. Стандартным вариантом считается аналитический набор, состоящий из трёх видов сценариев возможных условий реализации проекта, влияющих на его эффективность, — «оптимистический», «реалистический» и «пессимистический». В ряде случаев для уточнения динамики отдельных исходных (факторных) показателей возможной реализации проекта избираются ещё два промежуточных сценария. Один между «оптимистическим» и «реалистическим», второй — между «реалистическим» и «пессимистическим».

3. Определение степени вероятности реализации каждого из возможных сценариев развития проекта. Задание такой вероятности каждому из рассматриваемых сценариев является наиболее

сложным этапом осуществления анализа, требующим высокой квалификации исполнителей. Это связано с тем, что заданный уровень вероятности в процессе дальнейших расчётов оказывает существенное влияние на определяемый уровень проектного риска. Задание степени вероятности каждому из принятых сценариев возможной реализации проекта осуществляется экспертным путём. При необходимости для этих целей приглашают экспертов-прогнозистов. Общая сумма всех заданных вероятностей по сценариям проекта должна составлять 100 % или «единицу» при десятичной системе.

4. Моделирование значений всего комплекса основных исходных (факторных) показателей проекта, соответствующих каждому из возможных сценариев его реализации. На первоначальной стадии этого этапа определяется перечень таких показателей, которые были положены в основу избранного показателя эффективности проекта. На последующей стадии значения этих показателей моделируются для двух экстремальных сценариев — «оптимистического» и «пессимистического», т. е. для возможных наилучших и наихудших условий реализации проекта. И, наконец, на заключительной стадии значения этих показателей моделируются с учётом возможной их динамики для всех промежуточных сценариев реализации проекта.

5. Расчёт избранного показателя эффективности проекта по каждому из возможных сценариев его реализации. В процессе этого этапа сначала определяются расчётные значения показателей «объёма инвестиционных затрат» и «сумы чистого денежного потока» по каждому из возможных сценариев. Исходя из ранее смоделированных значений основных исходных показателей по каждому сценарию. Затем на основе рассчитанных значений показателей объёма инвестиционных затрат и суммы чистого денежного потока определяется значение избранного показателя эффективности проекта по каждому варианту сценария.

6. Расчёт средневзвешенного показателя эффективности проекта по заданным вероятностям реализации каждого из возможных сценариев развития проекта.

7. Оценка общего уровня риска проекта на основе показателей среднеквадратического (стандартного) отклонения и коэффициента вариации. Указанные показатели в наибольшей степени характе-

ризуют уровень проектного риска и наиболее наглядны при сравнительной его оценке по разным проектам.

Рассматривая метод анализа сценариев проекта в общей системе методов диагностики проектного риска, следует отметить, что в отличие от метода анализа чувствительности проекта он позволяет получить комплексную оценку уровня этого риска, выраженного конкретными показателями — среднеквадратическим (стандартным) отклонением и коэффициентом вариации избранного для оценки показателя эффективности. Однако недостатком этого метода является то, что задание вероятности реализации каждого из сценариев носит субъективный характер, что привносит соответствующий элемент субъективизма и в полученные конечные результаты оценки уровня проектного риска.

**III. Метод имитационного моделирования (метод Монте-Карло).** Основной задачей использования этого аналитического метода является комплексная оценка проектного риска на основе многократной имитации условий формирования показателей эффективности проекта и их отклонения от расчётного или среднего значения. Имитационное моделирование основано на построении математической модели формирования показателей эффективности проекта, установлении границ возможных изменений и форм коррелятивных связей отдельных первичных (факторных) показателей, формирующих эту эффективность, и многократного компьютерного моделирования вероятностных сценариев изменения отдельных первичных (факторных) показателей с целью получения адекватных им значений возможного распределения показателей эффективности проекта.

Как видно из этой общей характеристики метода имитационного моделирования, он существенно углубляет аналитический аппарат ранее рассмотренных методов — анализа чувствительности и анализа сценариев проекта. Если метод анализа чувствительности проекта исследует изолированное влияние каждого из первичных (факторных) показателей на эффективность, то данный метод, определяя коррелятивную связь между первичными показателями, позволяет исследовать это влияние комплексно. В сравнении с методом анализа сценариев данный метод существен-

но расширяет исследуемое поле условий реализации проекта, моделируя не 3–5 возможных сценариев, а многие их сотни, используя возможности современной компьютерной техники.

Имитационное моделирование по методу Монте-Карло в процессе оценки уровня риска инвестиционного проекта осуществляется в разрезе следующих основных этапов:

1. Выбор для анализа приоритетного показателя эффективности проекта. Использование метода имитационного моделирования возможно при оценке уровня риска проекта по любому из показателей его эффективности. Более того, имитационное моделирование по методу Монте-Карло может осуществляться одновременно по всему блоку основных показателей оценки эффективности проекта, но формирование таких моделей является очень сложным процессом. Поэтому в практике использования этого метода для анализа риска выбирается лишь один из показателей оценки эффективности проекта, как правило, чистый приведённый доход.

2. Построение математической модели и компьютерной программы формирования избранного показателя эффективности проекта на основе первичных (факторных) показателей. Такая математическая модель формализует всю систему поэтапных расчётов избранного показателя эффективности проекта и устанавливает степень связи между значением каждого исходного первичного показателя и конечным результативным значением эффективности. На основе построения математической модели разрабатывается соответствующая расчётная компьютерная модель.

3. Ограничение диапазона возможного колебания первичных (факторных) показателей в процессе реализации проекта. Исходя из ретроспективного и прогнозируемого изменения отдельных факторов, влияющих на эффективность инвестиционной деятельности, по каждому первичному (факторному) показателю устанавливается минимальная и максимальная граница его значений, в диапазоне которых будут осуществляться имитационные расчёты. Такое ограничение диапазона осуществляется только по тем первичным (факторным) показателям, которые могут варьировать в процессе реализации проекта.

4. Установление и математическое выражение форм коррелятивных связей между отдельными первичными (факторными) показателями, формирующими эффективность проекта. На этом этапе определяется наличие такой связи между показателями, её характер и теснота (например, связь между уровнем цены на продукцию и объемом её реализации).

Необходимость установления таких связей между отдельными первичными показателями определяется тем, что если выбор значений одного из коррелирующих между собой показателей в процессе имитационных расчётов будет носить случайный характер, то значение другого будет уже детерминировано сделанным выбором;

5. Задание типа распределения вероятности отдельных первичных (факторных) показателей в процессе реализации проекта. Это один из наиболее сложных этапов формирования имитационной модели, так как он требует проведения соответствующих ретроспективных экономико-математических исследований на обширной статистической базе по каждому из показателей. В результате осуществления этого этапа по каждому первичному (факторному) показателю устанавливается соответствующий ему тип распределения вероятности — нормальное, шаговое, единообразное и т. п.

6. Многократно повторяющаяся случайная выборка одного из вероятных значений каждого первичного (факторного) показателя и определение адекватных им значений избранного показателя эффективности проекта. Этот этап и характеризует непосредственно процесс имитационного моделирования по компьютерной программе, отражающей ранее определённые условия и ограничения. Каждая случайная выборка одного из вероятных значений любого первичного (факторного) показателя рассматривается как один из возможных сценариев реализации проекта, изменяющих избранный показатель его эффективности. В зависимости от характера проекта, такие сценарии в процессе имитационного моделирования могут формироваться от нескольких сотен до нескольких тысяч.

7. Построение по результатам многократного имитационного моделирования условий реализации проекта графика и модели вероятностного распределения избранного показателя эффективности проекта. Этот этап осуществляется на компьютере после завершения имитации возможных сценариев реализации проекта.

8. Статистический анализ полученной вероятностной модели для определения уровня проектного риска. В процессе этого анализа определяются среднеквадратическое (стандартное) отклонение, коэффициент вариации и другие показатели, характеризующие уровень проектного риска.

Характеризуя метод имитационного моделирования в целом, следует отметить, что он позволяет наиболее полно учесть весь диапазон неопределённостей исходных значений первичных (факторных) показателей проекта, которые могут иметь место в процессе реализации проекта. Кроме того, путём изначально задаваемых ограничений требуемых значений показателей эффективности проекта можно наиболее широко использовать информационную базу анализа проектных рисков. Наконец, метод Монте-Карло позволяет получить интервальные значения показателей проектных рисков, в рамках которых возможна успешная реализация проекта.

Однако широкое практическое использование этого метода сдерживает ряд обстоятельств. Одним из них является необходимость формирования надёжной программной поддержки, требующей определённой индивидуализации с учётом особенностей проекта. Одним из типовых вариантов такого программного продукта является пакет «Risk Master», используемый в зарубежной практике управления проектами. Кроме того, серьёзной проблемой является установление типа распределения вероятности, задаваемой по отдельным первичным (факторным) показателям, которое требует достаточно высокого уровня профессиональной подготовки аналитика.

**IV. Метод «деревя решений» («деревя вероятностей»)** проекта. Основной задачей этого метода является комплексная оценка уровня риска проекта на основе графического представления возможных, последовательно рассматриваемых во времени сценариев его реализации с установлением вероятности возникновения каждого из них. Каждая из полных ветвей, представленная на графике, иллюстрирует одну из альтернатив возможного хода реализации проекта и соответствующего ей ожидаемого значения показателя его эффективности. Все вероятностные значения показателя эффективности проекта будущего периода связываются с их значениями, ожидаемыми в предшествующем периоде. Таким образом,

комплексная оценка уровня риска проекта на конечной стадии его реализации коррелируется с соответствующими уровнями риска проекта на предшествующих стадиях этого процесса, т. е. отражает характер возможных изменений первичных (факторных) показателей, формирующих эффективность во времени.

Анализ уровня проектного риска с использованием метода «дерева решений» («дерева вероятностей») осуществляется в разрезе следующих основных этапов:

1. Выбор для анализа приоритетного показателя эффективности проекта. Этот метод позволяет использовать для оценки уровня проектного риска любой из ранее рассмотренных показателей его эффективности. Наиболее часто для проведения такой оценки избирается показатель чистого приведённого дохода.

2. Распределение общего периода реализации проекта на отдельные этапы, в течение которых возможны существенные изменения первичных (факторных) показателей, формирующих эффективность проекта. Такие этапы определяются по результатам прогнозирования динамики факторов внешней среды осуществляемого в процессе подготовки инвестиционного проекта. Если такое прогнозирование затруднено, то в качестве этапов может быть принят каждый год реализации проекта. Выделяя отдельные этапы, следует обеспечивать разумное ограничение общего их количества, так как увеличение числа этапов в значительной степени усложняет проведение последующих расчётов.

3. Определение возможных альтернатив принятия решений, связанных с изменением первичных показателей, формирующих эффективность проекта. На этом этапе рассматриваются только такие альтернативы принятия решений, которые вызывают изменения первичных (факторных) показателей, а следовательно, приводят к адекватному им изменению значения избранного показателя эффективности проекта. Каждое из последующих решений, формируемых в рамках отдельной «ветви» графика «дерева решений» («дерева вероятностей»), должно базироваться на предыдущем варианте альтернативы по этой «ветви». Каждой рассматриваемой альтернативе принятия решений должен соответствовать новый набор значений первичных (факторных) показателей проекта, формирующих его эффективность.

4. Определение вероятности принятия каждого из альтернативных решений, связанных с изменением первичных показателей, формирующих эффективность проекта. Такая вероятность задаётся по каждой из альтернатив в разрезе отдельных «ветвей» графика «дерева решений» («дерева вероятностей») по каждому из этапов. Основой установления такой вероятности является экспертная оценка возможных сценариев реализации проекта.

5. Определение размера избранного показателя эффективности проекта, соответствующего каждому из возможных альтернативных решений в процессе его реализации. Такой расчёт осуществляется на основе набора значений первичных (факторных) показателей проекта, соответствующих каждому из возможных альтернативных решений. Учитывая, что результаты расчёта отражают значения показателя эффективности проекта по отдельным этапам его реализации, они должны быть приведены к настоящей стоимости. Во избежание дублирования в оценке риска, при расчётах настоящей стоимости показателя эффективности для дисконтирования должна использоваться безрисковая ставка процента.

6. Расчёт средневзвешенного показателя эффективности проекта по заданным величинам вероятности принятия каждого альтернативного решения в процессе реализации проекта. Такой расчёт ведётся по показателям эффективности каждого из вариантов возможных альтернативных решений на заключительном этапе реализации проекта – конечным значениям этого показателя по каждой «ветви» графика «дерева решений».

7. Оценка общего уровня риска проекта на основе показателей среднеквадратического (стандартного) отклонения и коэффициента вариации. Расчёт этих показателей осуществляется по стандартным формулам, учитывающим отклонение всех возможных значений показателей эффективности по рассмотренным альтернативам принятия решений от средневзвешенного его значения. На основе этих показателей интерпретируется уровень риска по отдельным проектам и проводится сравнительный анализ уровня риска по различным инвестиционным проектам предприятия.

Выбор конкретных методов оценки из рассмотренного их арсенала определяется следующими факторами:

- конкретными видами инвестиционных рисков, формирующими совокупный проектный риск;
- полнотой и достоверностью информационной базы, сформированной для оценки уровня вероятности различных инвестиционных рисков;
- уровнем квалификации инвестиционных менеджеров (риск-менеджеров), осуществляющих оценку, степенью их подготовленности к использованию современного математического и статистического аппарата проведения такой оценки;
- технической и программной оснащённостью инвестиционных менеджеров (риск-менеджеров), возможностью использования современных компьютерных технологий проведения такой оценки;
- возможностью привлечения к оценке сложных инвестиционных рисков квалифицированных экспертов и др.

Обобщённая сравнительная оценка альтернативных инвестиционных проектов по уровню риска осуществляется по двум показателям — среднеквадратическому отклонению и коэффициенту вариации. При использовании метода анализа чувствительности эти показатели могут быть определены на основе диапазона возможных колебаний чистого приведённого дохода по однотипным первичным показателям. В процессе осуществления сравнительной оценки каждому проекту присваивается соответствующая ранговая значимость. Первый ранг присваивается проекту с наиболее высоким уровнем риска.

В системе мероприятий по обеспечению реализации инвестиционных проектов важное место принадлежит нейтрализации проектных рисков.

Под нейтрализацией проектных рисков понимается система разрабатываемых мероприятий по снижению возможных негативных финансовых последствий при их реализации для участников проекта.

Обеспечение нейтрализации проектных рисков осуществляется за счёт следующих основных направлений:

- распределение рисков;
- формирование резервов по проекту;
- внешнее страхование проектных рисков;
- хеджирование проектных рисков.

Содержание каждого из перечисленных направлений нейтрализации рисков рассмотрено ранее.

В процессе выбора отдельных направлений нейтрализации проектных рисков следует исходить из их результативности и экономичности.

## **8.2. Управление рисками финансовых инструментов инвестирования**

Практически все инвестиционные операции предприятия, связанные с использованием различных видов финансовых инструментов инвестирования, являются рисковыми, так как ожидаемый уровень инвестиционного дохода по ним не может быть гарантирован с полной определённой. Поэтому, используя в процессе инвестирования тот или иной финансовый инструмент, необходимо в каждом конкретном случае оценивать его риск.

Под риском отдельного финансового инструмента инвестирования понимается вероятность отклонения фактического инвестиционного дохода от ожидаемой его величины в ситуации неопределённости динамики конъюнктуры соответствующего сегмента финансового рынка и предстоящих результатов хозяйственной деятельности его эмитента.

Риск отдельных финансовых инструментов инвестирования является сложным, многоаспектным понятием, как с позиций методов его оценки, так и с позиций форм управления его нейтрализацией.

Этот риск характеризуют следующие основные особенности:

1) интегрированный характер. Риск отдельного финансового инструмента инвестирования, как и проектный риск, концентрирует в себе ряд конкретных видов инвестиционных рисков, требующих элиминирования в процессе оценки. Только с учётом оценки этих конкретных видов рисков может быть определён совокупный уровень риска того или иного финансового инструмента инвестирования;

2) высокая степень связи с колебаниями конъюнктуры финансового рынка и другими факторами внешней финансовой среды. Доходность отдельных финансовых инструментов инвестирования в значительно большей степени определяется условиями внешней

финансовой среды в сравнении с доходностью реальных инвестиционных проектов. Кроме того, колеблемость уровня доходности отдельных финансовых инструментов инвестирования характеризуется значительно меньшими интервалами времени. Иногда существенные изменения этого показателя под влиянием изменения условий внешней финансовой среды происходят в считанные часы. При этом, колеблемость уровня доходности финансовых инструментов инвестирования в значительной мере определяется изменением конъюнктуры не только тех сегментов финансового рынка, с которыми связана деятельность эмитентов и инвесторов, но и рынка в целом. Рыночный риск отдельных финансовых инструментов инвестирования носит неустрашимый для инвестора характер и поэтому требует индивидуальной его оценки в процессе инвестиционной деятельности предприятия;

3) высокая степень связи с предстоящими результатами деятельности эмитента и изменением его финансового состояния. В отличие от реального инвестирования, где уровень проектного риска генерируется в значительной мере самим инвестором, риск отдельного финансового инструмента инвестирования формируется в основном не инвестором, а эмитентом. Этот индивидуализированный вид риска каждого из финансовых инструментов инвестирования зависит от отраслевой принадлежности эмитента и региона его деятельности, динамики объёма реализации его продукции и суммы операционной прибыли, уровня финансовой устойчивости и платёжеспособности, стратегических изменений его хозяйственной деятельности и других её параметров. В рамках отдельного финансового инструмента инвестирования этот индивидуализированный вид риска для инвестора также является неустрашимым (он может быть нейтрализован лишь в рамках общего портфеля этих инструментов, формируемого инвестором). В то же время каждый инвестор имеет возможность принять или не принять на себя этот вид риска путём альтернативного выбора финансовых инструментов, эмитируемых разными объектами хозяйствования. Наличие такой возможности определяет необходимость индивидуальной оценки инвестором уровня риска, связанного с деятельностью эмитента;

4) высокий уровень вариабельности по отдельным видам финансовых инструментов. Уровень риска отдельных финансовых ин-

струментов инвестирования варьирует в значительно более широком диапазоне, чем уровень проектного риска. Высокий уровень вариативности этого риска присущ не только отдельным видам финансовых инструментов инвестирования, но и конкретным их разновидностям в разрезе эмитентов. В значительной мере это определяет и высокую вариативность уровня дохода по финансовым инструментам инвестирования, формируемого с учётом премии за риск;

5) более обширная информативная база оценки. Влияние колеблемости конъюнктуры финансового рынка и других факторов внешней финансовой среды, а также изменений в деятельности и финансовом состоянии эмитентов на уровень риска отдельных финансовых инструментов инвестирования может быть отслежено за весь период их обращения (или обращения их аналогов) на фондовом рынке за довольно длительный период. Источником такой информации являются фондовые биржи, центры финансовых аналитиков, брокерские конторы и другие учреждения инфраструктуры рынка ценных бумаг. Кроме того, информативную базу оценки составляют и различные индикаторы состояния этого рынка. Наличие достаточно обширной и доступной информационной базы позволяет широко использовать экономико-статистические и экономико-математические методы оценки риска отдельных финансовых инструментов инвестирования;

6) высокая корреляция уровня риска с периодом обращения финансовых инструментов инвестирования. Риск, генерируемый индивидуальным финансовым инструментом инвестирования, находится в прямой коррелятивной связи с продолжительностью его обращения (сроком погашения). Это связано с возрастанием неопределённости условий формирования доходности финансовых инструментов инвестирования с расширением горизонта их обращения. Это увеличивает диапазон вариации уровня их доходности, а соответственно, и коэффициент вариации, и среднеквадратическое его отклонение. Рассматриваемая особенность определяет необходимость комплексной оценки уровня риска, ликвидности и доходности отдельных финансовых инструментов инвестирования, которые находятся между собой в неразрывной связи;

7) важнейший элемент оценки реальной стоимости финансового инструмента инвестирования. Ожидаемая норма доходности

по конкретному инструменту инвестирования, которая используется как дисконтная ставка в процессе оценки его реальной стоимости, не может быть сформирована инвестором без учёта уровня присущего ему риска. Только на основании предварительной оценки уровня риска отдельного финансового инструмента инвестирования может быть обоснован размер премии за риск, включаемый в норму доходности по нему, ожидаемую инвестором;

8) важнейший инструмент управления риском совокупного инвестиционного портфеля предприятия. Оценка уровня риска отдельного финансового инструмента инвестирования служит важным инструментом формирования совокупного инвестиционного портфеля предприятия в соответствии с избранной предприятием философией финансовой деятельности и характером его инвестиционного поведения. Только на основе оценки риска отдельных финансовых инструментов инвестирования можно выйти на целевые параметры формирования инвестиционного портфеля по общему уровню его риска. При этом следует иметь в виду, что уровень портфельного риска формируется не как сумма индивидуальных рисков, входящих в состав отдельных финансовых инструментов инвестирования, а как результат целенаправленной диверсификации портфеля, позволяющей снижать совокупный уровень его риска.

Первоначальной стадией оценки рисков финансового инвестирования является оценка рисков отдельных финансовых его инструментов. Процесс такой оценки осуществляется по следующим основным этапам:

1) идентификация отдельных видов рисков по каждому рассматриваемому финансовому инструменту инвестирования. Процесс идентификации отдельных видов рисков включает такие стадии:

- на первой стадии по каждому финансовому инструменту инвестирования выделяются присущие ему виды систематического риска — ценового, процентного, инфляционного, валютного и т. п.;
- на второй стадии по рассматриваемым финансовым инструментам инвестирования определяется перечень отдельных видов не-систематического риска — коммерческого, структурного и т. п.;
- на третьей стадии формируется общий портфель рисков, дифференцируемый как в разрезе отдельных финансовых инструментов

инвестирования, так и в разрезе видов систематического и несистематического риска;

2) оценка вероятности наступления рискованного состояния по отдельным видам рисков финансового инструмента инвестирования. Если финансовый инструмент инвестирования имеет продолжительный период обращения, такая оценка осуществляется по фактической информативной базе. Если же оценивается вновь эмитированный финансовый инструмент инвестирования, то используется информация о характере обращения аналогичных ему инструментов за предшествующий период. Для оценки вероятности наступления рискованного события по отдельным рискам финансового инструмента инвестирования используются ранее рассмотренные экономическо-статистические, экспертные и аналоговые методы;

3) определение размера возможных финансовых потерь при наступлении отдельных рискованных событий по конкретным финансовым инструментам инвестирования. С учётом имеющейся исходной базы, характеризующей ретроспективные параметры обращения рассматриваемых финансовых инструментов инвестирования (или их аналогов), выявляется диапазон колебаний размера их текущего дохода и курсовой стоимости (рыночной цены). В соответствии с результатами оценки этих колебаний определяется конкретный размер возможных финансовых потерь по рассматриваемым инструментам инвестирования с подразделением его на уровни — допустимый, критический и катастрофический;

4) оценка общего уровня риска отдельных финансовых инструментов инвестирования с его подразделением на систематический и несистематический. Для оценки общего и несистематического риска отдельных финансовых инструментов инвестирования используются показатели средне-квадратического (стандартного) отклонения и коэффициента вариации. Для оценки систематического риска по этим инструментам применяется бета-коэффициент. Модели расчёта этих показателей рассмотрены ранее;

5) сопоставление уровня систематического риска отдельных финансовых инструментов инвестирования с ожидаемым уровнем доходности по ним. В основе выявления адекватности рассматриваемых показателей лежит «Модель оценки стоимости финансовых

активов» и её графическая интерпретация, определяющая «линию доходности ценных бумаг». Эта модель помогает инвесторам оценивать соотношение «риск — доходность» по каждому финансовому инструменту инвестирования, принимать соответствующие инвестиционные решения в процессе их отбора в формируемый инвестиционный портфель.

В процессе такого сопоставления следует учесть, что «линия доходности ценных бумаг», построенная на основе бета-коэффициента по всей совокупности финансовых инструментов инвестирования, носит усреднённый характер. Специфика обращения отдельных финансовых инструментов инвестирования может определять разницу в ожидаемых доходах при заданном уровне риска, проявляемую как закономерность в течение длительного периода времени. Разница между фактической доходностью отдельного финансового инструмента инвестирования и ожидаемой его доходностью на основе «линии доходности ценных бумаг» при конкретном уровне риска характеризуется «коэффициентом альфа», который может иметь как положительную, так и отрицательную величину. Чем выше положительное значение «коэффициента альфа», тем выше при прочих равных условиях инвестиционная привлекательность рассматриваемого финансового инструмента инвестирования;

б) ранжирование рассматриваемых финансовых инструментов инвестирования по уровню риска. Такое ранжирование в целях использования при отборе финансовых инструментов в инвестиционный портфель осуществляется по показателям общего уровня их риска, а также риска систематического и несистематического. Ранговые значения отдельных финансовых инструментов инвестирования должны возрастать по мере роста уровня риска по ним.

Окончательные инвестиционные решения о возможности использования отдельных финансовых инструментов инвестирования с учётом фактора их риска принимаются с учётом рисковых предпочтений инвестора и адекватности соотношения уровня их риска и доходности.

С учётом результатов оценки рисков отдельных финансовых инструментов инвестирования осуществляется управление портфельными рисками предприятия. Это управление осуществляется путём

формирования инвестиционного портфеля, в процессе которого его риск увязывается с его доходностью.

Инвестиционный портфель представляет собой целенаправленно сформированную совокупность финансовых инструментов, предназначенных для осуществления финансового инвестирования в соответствии с разработанной инвестиционной политикой. Так как на подавляющем большинстве предприятий, ведущих финансовое инвестирование, основным его объектом являются ценные бумаги, для таких предприятий понятие «инвестиционный портфель» отождествляется с понятием «фондовый портфель» (или «портфель ценных бумаг»).

Главной целью формирования инвестиционного портфеля является обеспечение реализации основных направлений политики финансового инвестирования предприятия путём подбора наиболее доходных и безопасных финансовых инструментов. С учётом сформулированной главной цели строится система конкретных локальных целей формирования инвестиционного портфеля, основными из которых являются:

- 1) обеспечение высокого уровня формирования инвестиционного дохода в текущем периоде;
- 2) обеспечение высоких темпов прироста инвестируемого капитала в предстоящей долгосрочной перспективе;
- 3) обеспечение минимизации уровня инвестиционных рисков, связанных с финансовым инвестированием;
- 4) обеспечение необходимой ликвидности инвестиционного портфеля;
- 5) обеспечение максимального эффекта «налогового щита» в процессе финансового инвестирования.

Перечисленные конкретные цели формирования инвестиционного портфеля в значительной степени являются альтернативными. Так, обеспечение высоких темпов прироста инвестируемого капитала в долгосрочной перспективе в определённой степени достигается за счёт существенного снижения уровня формирования инвестиционного дохода в текущем периоде (и наоборот). Темпы прироста инвестируемого капитала и уровень формирования текущего инвестиционного дохода находятся в прямой связи с уровнем инвести-

ционных рисков. Обеспечение необходимой ликвидности портфеля может препятствовать включению в него как высокодоходных, так и низкорисковых финансовых инструментов инвестирования.

Альтернативность целей формирования инвестиционного портфеля определяет различия политики финансового инвестирования предприятия, которая, в свою очередь, предопределяет конкретный тип формируемого инвестиционного портфеля.

Рассмотрим современные подходы к типизации инвестиционных портфелей предприятия, обеспечивающих реализацию конкретных форм политики финансового инвестирования. Такая типизация проводится по следующим основным признакам:

1) по целям формирования инвестиционного дохода различают два основных типа инвестиционного портфеля – портфель дохода и портфель роста.

Портфель дохода представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию максимизации уровня инвестиционной прибыли в текущем периоде вне зависимости от темпов прироста инвестируемого капитала в долгосрочной перспективе. Иными словами, этот портфель ориентирован на высокую текущую отдачу инвестиционных затрат, невзирая на то, что в будущем периоде эти затраты могли бы обеспечить получение более высокой нормы инвестиционной прибыли на вложенный капитал.

Портфель роста представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию максимизации темпов прироста инвестируемого капитала в предстоящей долгосрочной перспективе вне зависимости от уровня формирования инвестиционной прибыли в текущем периоде. Иными словами, этот портфель ориентирован на обеспечение высоких темпов роста рыночной стоимости предприятия за счёт прироста капитала в процессе финансового инвестирования. Поскольку норма прибыли при долгосрочном финансовом инвестировании всегда выше, чем при краткосрочном. Формирование такого инвестиционного портфеля могут позволить себе лишь достаточно устойчивые в финансовом отношении предприятия;

2) по уровню принимаемых рисков различают три основных типа инвестиционного портфеля – агрессивный (спекулятивный) портфель; умеренный (компромиссный) портфель и консерватив-

ный портфель. Такая типизация портфелей основана на дифференциации уровня инвестиционного риска, а, соответственно, и уровня инвестиционной прибыли, на который согласен идти конкретный инвестор в процессе финансового инвестирования.

Агрессивный (спекулятивный) портфель представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию максимизации текущего дохода или прироста инвестированного капитала вне зависимости от сопутствующего ему уровня инвестиционного риска. Он позволяет получить максимальную норму инвестиционной прибыли на вложенный капитал, однако этому сопутствует наивысший уровень инвестиционного риска, при котором инвестированный капитал может быть потерян полностью или в значительной доле.

Умеренный (компромиссный) портфель представляет собой сформированную совокупность финансовых инструментов инвестирования, по которому общий уровень портфельного риска приближен к среднерыночному. Естественно, что по такому инвестиционному портфелю и норма инвестиционной прибыли на вложенный капитал будет также приближена к среднерыночной.

Консервативный портфель представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию минимизации уровня инвестиционного риска. Такой портфель, формируемый наиболее осторожными инвесторами, практически исключает использование финансовых инструментов, уровень инвестиционного риска по которым превышает среднерыночный. Консервативный инвестиционный портфель обеспечивает наиболее высокий уровень безопасности финансового инвестирования;

3) по уровню ликвидности выделяют три основных типа инвестиционного портфеля — высоколиквидный, среднеликвидный и низколиквидный. Такая типизация инвестиционного портфеля предприятия определяется, с одной стороны, целями финансового инвестирования — эффективное использование временно свободных денежных активов в составе оборотного капитала или долговременный рост инвестиционного капитала, а с другой — интенсивностью изменения факторов внешней среды, определяющей частоту reinvestирования капитала в процессе реструктуризации портфеля.

Высоколиквидный портфель формируется, как правило, из краткосрочных финансовых инструментов инвестирования, а также из долгосрочных их видов, пользующихся высоким спросом на рынке, по которым регулярно совершаются сделки купли-продажи.

Среднеликвидный портфель, наряду с вышеперечисленными видами финансовых инструментов инвестирования, включает также определенную часть их видов, не пользующихся высоким спросом и с нерегулярной частотой транзакций.

Низколиквидный портфель формируется, как правило, из облигаций с высоким периодом погашения или акций отдельных предприятий, обеспечивающих более высокий (в сравнении с среднерыночным) уровень инвестиционного дохода, но пользующихся очень низким спросом (или вообще не котируемых на рынке).

4) по инвестиционному периоду различают два основных типа инвестиционного портфеля – краткосрочный и долгосрочный. Такая типизация основана на соответствующей практике бухгалтерского учёта финансовых активов предприятия.

Краткосрочный (или портфель краткосрочных финансовых инвестиций) формируется на основе финансовых активов, используемых на протяжении до одного года. Такие финансовые инструменты инвестирования служат, как правило, одной из форм страхового запаса денежных активов предприятия, входящих в состав его оборотного капитала.

Долгосрочный портфель (или портфель долгосрочных финансовых инвестиций) формируется на основе финансовых активов, используемых на протяжении более одного года. Этот тип портфеля позволяет решать стратегические цели инвестиционной деятельности предприятия и осуществлять избранную им политику финансового инвестирования;

5) по условиям налогообложения инвестиционного дохода выделяют два типа инвестиционного портфеля – налогооблагаемый портфель и портфель, свободный от налогообложения. Такая типизация инвестиционного портфеля связана с реализацией одной из целей его формирования предприятием – обеспечением максимального эффекта «налогового щита» в процессе финансового инвестирования.

Налогооблагаемый портфель состоит из финансовых инструментов инвестирования, доход по которым подлежит налогообложению на общих основаниях в соответствии с действующей в стране налоговой системой. Формирование такого портфеля не преследует целей минимизации налоговых выплат при осуществлении финансовых инвестиций.

Портфель, свободный от налогообложения, состоит из таких финансовых инструментов инвестирования, доход по которым налогами не облагается. К таким финансовым инструментам относятся, как правило, отдельные виды государственных и муниципальных облигаций, преследующие цели быстрой аккумуляции инвестиционных ресурсов для решения неотложных инвестиционных задач. Освобождение инвестора от налогообложения доходов по таким финансовым инструментам дополнительно стимулирует их инвестиционную активность, увеличивая сумму чистой инвестиционной прибыли на размер данной налоговой льготы;

б) по стабильности структуры основных видов финансовых инструментов инвестирования их портфель дифференцируется в разрезе двух типов – портфель с фиксированной структурой активов и портфель с гибкой структурой активов. Такая типизация инвестиционного портфеля связана с принципиальными подходами инвестора к последующей его реструктуризации.

Портфель с фиксированной структурой активов характеризует такой его тип, при котором удельные веса основных видов финансовых инструментов инвестирования (акций, облигаций, депозитных вкладов и т. п.) остаются неизменными в течение продолжительного периода времени. Последующая реструктуризация такого портфеля осуществляется лишь по отдельным разновидностям финансовых инструментов инвестирования в рамках фиксированного общего объёма по данному виду.

Портфель с гибкой структурой активов характеризует такой его тип, при котором удельные веса основных видов финансовых инструментов инвестирования являются подвижными и изменяются под воздействием факторов внешней среды (их влияния на формирование уровня доходности, риска и ликвидности) или целей осуществления финансовых инвестиций;

7) по специализации основных видов финансовых инструментов инвестирования в современной практике инвестиционного менеджмента выделяют следующие основные типы портфелей:

- портфель акций. Этот портфель позволяет целенаправленно решать такую задачу его формирования, как обеспечение высоких темпов прироста инвестируемого капитала в предстоящей долгосрочной перспективе. Разновидностью такого типа портфеля является портфель акций венчурных (рисковых) предприятий;
- портфель облигаций. Этот тип портфеля позволяет решать такие цели его формирования, как обеспечение высоких темпов формирования текущего дохода, минимизации инвестиционных рисков, получения эффекта «налогового щита» в процессе финансового инвестирования;
- портфель векселей. Этот тип портфеля позволяет предприятию целенаправленно обеспечивать получение текущего дохода в краткосрочном периоде за счёт эффективного использования временно свободного остатка денежных активов при одновременном укреплении хозяйственных связей с оптовыми покупателями своей продукции;
- портфель международных инвестиций. Формирование такого типа портфеля осуществляют, как правило, институциональные инвесторы путём покупки финансовых инструментов инвестирования (акций, облигаций и т. п.), эмитированных иностранными субъектами хозяйствования. Как правило, такой тип портфеля направлен на реализацию цели обеспечения минимизации уровня инвестиционных рисков;
- портфель депозитных вкладов. Такой портфель позволяет целенаправленно решать такие цели его формирования, как обеспечение необходимой ликвидности, получения текущего инвестиционного дохода и минимизации уровня инвестиционных рисков;
- портфель прочих форм специализации. В основе формирования такого портфеля лежит выбор одного из альтернативных видов финансовых инструментов инвестирования, не рассматриваемых нами ранее;

8) по числу стратегических целей формирования выделяют моно- и полицелевой типы портфелей.

Моноцелевой портфель характеризует такой его тип, при котором все входящие в его состав финансовые инструменты инвестирования отобраны по критерию решения одной из стратегических целей его формирования (обеспечения получения текущего дохода; обеспечения прироста инвестируемого капитала в долгосрочной перспективе; минимизации инвестиционного риска и т. п.). Такой одноцелевой портфель может включать в свой состав все основные виды финансовых инструментов инвестирования, обеспечивающие его стратегическую направленность. Полицелевой (комбинированный) портфель предусматривает возможности одновременного решения ряда стратегических целей его формирования. В современной инвестиционной практике наиболее часто осуществляется формирование комбинированного портфеля по первым двум рассмотренным признакам – целям формирования инвестиционного дохода и уровню принимаемых рисков.

Таковыми основными вариантами комбинированных типов инвестиционных портфелей являются:

- агрессивный портфель дохода (портфель спекулятивного дохода);
- агрессивный портфель роста (портфель ускоренного роста);
- умеренный портфель дохода (портфель нормального дохода);
- умеренный портфель роста (портфель нормального роста);
- консервативный портфель дохода (портфель гарантированного дохода);
- консервативный портфель роста (портфель гарантированного роста).

Диапазон комбинированных типов инвестиционных портфелей может быть расширен в ещё большей степени за счёт их вариантов, имеющих промежуточное значение целей финансового инвестирования.

Предложенная к использованию типизация инвестиционных портфелей может быть дополнена и другими признаками, связанными с особенностями осуществления финансового инвестирования конкретными предприятиями.

С учётом рассмотренных принципиальных положений осуществляется формирование портфеля финансовых инвестиций конкретного предприятия.

Процесс этого формирования состоит из ряда основных этапов.

1. Выбор портфельной стратегии и типа формируемого инвестиционного портфеля. На этом этапе в первую очередь формулируются цели формирования инвестиционного портфеля предприятия, определяющие содержание его портфельной стратегии. Эти цели формулируются с учётом взаимосвязи показателей уровня ожидаемой доходности и уровня риска формируемого портфеля.

С учётом сформулированных целей портфельной стратегии осуществляется выбор типа формируемого инвестиционного портфеля. Так как в современных условиях большинство формируемых инвестиционных портфелей носят полицелевой характер (т. е. являются комбинированными портфелями), определяется приоритетность отдельных признаков типизации портфеля.

В первую очередь осуществляется типизация портфеля по целям формирования инвестиционного дохода — портфель роста или портфель дохода.

Во вторую очередь осуществляется типизация портфеля по уровню принимаемых рисков — агрессивный, умеренный или консервативный портфель.

В третью очередь осуществляется типизация портфеля по уровню его ликвидности — высоко-, средне- или низколиквидный портфель.

В четвертую очередь в процессе типизации портфеля учитываются иные признаки его формирования, являющиеся существенными для инвестиционной деятельности конкретного предприятия — инвестиционный период, специализация портфеля и т. п.

Результатом этого этапа формирования инвестиционного портфеля является полная его идентификация по основным признакам типизации и определение задаваемых параметров уровня ожидаемой его доходности и риска.

2. Оценка инвестиционных качеств финансовых инструментов инвестирования по показателям уровня доходности, риска и взаимной ковариации. В соответствии с положениями современной портфельной теории эти показатели являются наиболее существенными характеристиками инвестиционных качеств финансовых инструментов инвестирования.

Оценка уровня ожидаемой доходности отдельных финансовых инструментов инвестирования осуществляется с учётом их специфики на основе соответствующих моделей, рассмотренных ранее.

Оценка уровня риска отдельных финансовых инструментов инвестирования осуществляется путём расчёта показателей среднеквадратического (стандартного) отклонения или дисперсии их доходности. В процессе оценки уровня риска он дифференцируется на систематический и несистематический.

Оценка взаимной ковариации отдельных финансовых инструментов инвестирования осуществляется на основе использования соответствующих статистических методов. Ковариация представляет собой статистическую характеристику, иллюстрирующую меру сходства (или различий) двух рассматриваемых величин в динамике, амплитуде и направлении изменений. В процессе оценки изучается ковариация изменения (колеблемости) уровня инвестиционного дохода по различным сопоставимым видам финансовых инструментов.

Коэффициент корреляции доходности по двум финансовым инструментам инвестирования может принимать значения от  $+1$ , означающие полную и положительную корреляцию между рассматриваемыми величинами, до  $-1$ , означающие полную и отрицательную корреляцию между рассматриваемыми величинами.

Результатом этого этапа формирования портфеля является определение перечня финансовых инструментов инвестирования, обращающихся на рынке, полностью соответствующих избранному его типу по всем важнейшим параметрам.

3. Отбор финансовых инструментов в формируемый портфель с учётом их влияния на параметры уровня доходности и риска портфеля. Этот этап связан с обоснованием инвестиционных решений относительно включения в портфель конкретных финансовых инструментов, соответствующих его параметрам, а также пропорций распределения инвестируемого капитала в разрезе основных видов финансовых активов, т. е. формированием структуры портфеля.

Основными исходными предпосылками, связанными с обоснованиями инвестиционных решений относительно включения в портфель конкретных финансовых инструментов, являются:

- тип и основные параметры формируемого инвестиционного портфеля;
- общий объём инвестируемого капитала, направленного предприятием на формирование портфеля;
- широта предложения обращающихся на рынке финансовых инструментов инвестирования, полностью соответствующих важнейшим параметрам избранного типа портфеля (по сформированному в результате их оценки перечню);
- конкретные значения показателей уровня доходности, уровня риска и коэффициента корреляции, включённых в перечень отдельных финансовых инструментов инвестирования.

В процессе отбора конкретных финансовых инструментов в формируемый инвестиционный портфель необходимо учитывать их влияние на заданные параметры общего уровня его доходности и риска.

4. Оптимизация портфеля, направленная на снижение уровня его риска при заданном уровне ожидаемой доходности. Она основывается на оценке ковариации (коэффициента корреляции) и соответствующей диверсификации инструментов портфеля.

Диверсификация финансовых инструментов инвестирования, обеспечиваемая выбором их видов с отрицательной взаимной корреляцией, позволяет уменьшить уровень несистематического риска портфеля, а соответственно, и общий уровень портфельного риска. Чем выше количество финансовых инструментов с отрицательной взаимной корреляцией, включённых в портфель, тем ниже при неизменённом уровне инвестиционного дохода будет уровень портфельного риска.

5. Оценка основных параметров сформированного инвестиционного портфеля. Такая оценка позволяет оценить эффективность всей работы по его формированию.

Результатом этого этапа формирования портфеля является минимизация отклонения стартовых его характеристик от целевых параметров его построения.

Инвестиционный портфель, который полностью отвечает целям его формирования как по типу, так и по составу включённых в него финансовых инструментов, представляет собой «сбалансированный стартовый инвестиционный портфель», в котором уровень риска сбалансирован с уровнем его доходности.

### **Контрольные вопросы**

1. С чем сопряжено реальное инвестирование предприятия?
2. Как называются риски реального инвестирования предприятия?
3. Что понимается под риском реального инвестиционного проекта?
4. Изменяется ли уровень проектного риска, присущий осуществлению однотипных реальных инвестиционных проектов одного и того же предприятия?
5. Какие методы оценки уровня риска реальных инвестиционных проектов вы знаете?
6. Какие методы оценки уровня риска реальных инвестиционных проектов вы знаете?
7. Что является основной задачей анализа чувствительности проекта?
8. Что является основной задачей анализа сценариев проекта?
9. Что является основной задачей метода «дерева решений»?
10. Что такое нейтрализация проектных рисков?
11. Что представляет собой портфель дохода?

## **Тема 9. ОСОБЕННОСТИ НЕЙТРАЛИЗАЦИИ РИСКА БАНКРОТСТВА В ПРОЦЕССЕ КРИЗИСНОГО ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ**

### **9.1. Сущность и задачи антикризисного финансового управления предприятием**

В условиях постоянно меняющихся факторов внешней финансовой среды и внутренних условий осуществления финансовой деятельности увеличивается вероятность периодического возникновения кризиса предприятия, который может приобретать различные формы. Одной из таких форм является финансовый кризис предприятия, несущий наибольшие угрозы его функционированию и развитию.

Финансовый кризис предприятия представляет собой одну из наиболее серьезных форм нарушения его финансового равновесия. Она отражает периодически возникающие на протяжении его жизненного цикла под воздействием разнообразных факторов противоречия между фактическим состоянием его финансового потенциала и необходимым объёмом финансовых потребностей, несущую наиболее опасные потенциальные угрозы его функционированию.

Предотвращение финансового кризиса предприятия, эффективное его преодоление и ликвидация негативных его последствий обеспечивается в процессе особой системы финансового менеджмента, которая получила название «антикризисного финансового управления предприятием», направленного на нейтрализацию риска его банкротства.

Антикризисное финансовое управление представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации комплекса специальных управленческих решений, направленных на предупреждение и преодоление финансовых кризисов предприятия, а также минимизацию их негативных финансовых последствий.

Главной целью антикризисного финансового управления является восстановление финансового равновесия предприятия и минимизация размеров снижения его рыночной стоимости, вызываемых финансовыми кризисами.

Процесс антикризисного финансового управления предприятием строится по следующим основным этапам.

1. Осуществление постоянного мониторинга финансового состояния предприятия с целью раннего обнаружения симптомов финансового кризиса. Такой мониторинг организуется в рамках общего мониторинга финансовой деятельности предприятия как самостоятельный его блок в целях выявления ранних признаков возможного финансового кризиса.

На первой стадии в системе общего финансового мониторинга устанавливается особая группа объектов наблюдения, формирующих возможное «кризисное поле», т. е. параметров финансового состояния предприятия, нарушение которых свидетельствует о кризисном его развитии.

На второй стадии в разрезе каждого из параметров «кризисного поля» формируется система наблюдаемых показателей – «индикаторов кризисного развития». В систему таких индикаторов включаются как традиционные, так и специальные финансовые показатели, отражающие различные симптомы предкризисного финансового состояния предприятия или его финансового кризиса.

На третьей стадии определяется периодичность наблюдения показателей – «индикаторов кризисного развития». Как правило, показатели этой группы наблюдаются с наиболее высокой периодичностью в общей системе финансового мониторинга. Более того, в периоды высокой динамики факторов внешней финансовой среды, реализующих угрозу финансового кризиса предприятия, основные из этих показателей требуют ежедневного наблюдения.

На четвертой стадии по результатам мониторинга определяются размеры отклонений фактических значений показателей – «индикаторов кризисного развития» от предусмотренных (плановых, нормативных).

На пятой стадии проводится анализ отклонений показателей по каждому из параметров «кризисного поля». В процессе анализа устанавливается степень отклонений, вызвавшие их причины, а также возможное влияние таких отклонений на конечные результаты финансовой деятельности.

На шестой стадии по результатам мониторинга осуществляется предварительная диагностика характера развития финансовой деятельности предприятия и его финансового состояния. В процессе такой диагностики констатируется «нормальное», «предкризисное» или «кризисное» финансовое состояние предприятия.

2. Разработка системы профилактических мероприятий по предотвращению финансового кризиса при диагностировании предкризисного финансового состояния предприятия.

Антикризисное финансовое управление предприятием на этом этапе, характеризуемое как «управление по слабым сигналам», носит преимущественно превентивную направленность.

На первой стадии оценивается возможность предотвращения финансового кризиса в условиях предстоящей динамики факторов внешней и внутренней финансовой среды предприятия.

На второй стадии, в зависимости от результатов такой оценки, дифференцируются направления действий – их направленность на предотвращение финансового кризиса или на смягчение условий его будущего протекания (если в силу активного воздействия факторов внешней финансовой среды предотвратить финансовый кризис не представляется возможным).

На третьей стадии разрабатывается система превентивных антикризисных мероприятий, направленных на нейтрализацию угрозы финансового кризиса. Основными из таких превентивных мероприятий являются:

- сокращение объёма финансовых операций на наиболее рискованных направлениях финансовой деятельности предприятия;
- повышение уровня внутреннего и внешнего страхования финансовых рисков, связанных с факторами, генерирующими угрозу финансового кризиса;
- реализация части излишних или неиспользуемых активов предприятия в целях увеличения резервов финансовых ресурсов;
- конверсия в денежную форму дебиторской задолженности и эквивалентов денежных средств.

На четвёртой стадии по результатам реализации превентивных антикризисных мероприятий определяется их эффективность (по уровню достижения поставленных целей) и при необходимости принимаются дополнительные меры.

3. Идентификация параметров финансового кризиса при диагностировании его наступления. Такая идентификация осуществляется на основе классификации финансовых кризисов предприятия по результатам мониторинга показателей — «индикаторов кризисного развития»:

- на первой стадии идентифицируется масштаб охвата финансовой деятельности предприятия финансовым кризисом, т. е. определяется, носит ли он системный или структурный характер. Если финансовый кризис идентифицирован как структурный, то определяется его преимущественная структурная форма;
- на второй стадии идентифицируется степень воздействия финансового кризиса на финансовую деятельность, т. е. выявляется, носит ли он лёгкий, глубокий или катастрофический характер. Каждая из этих форм финансового кризиса в процессе идентификации может получать более дифференцированную оценку;
- на третьей стадии с учётом ранее проведённых оценок прогнозируется возможный период протекания финансового кризиса предприятия.

При необходимости в процессе идентификации параметров финансового кризиса могут быть использованы и другие признаки его классификации.

4. Исследование факторов, обусловивших возникновение финансового кризиса предприятия и генерирующих угрозу его дальнейшего углубления. Такое исследование последовательно осуществляется следующим образом:

- на первой стадии идентифицируются отдельные факторы финансового кризиса. В процессе такой идентификации вся их совокупность подразделяется на внешние и внутренние факторы;
- на второй стадии исследуется степень влияния отдельных факторов на формы и масштабы финансового кризиса предприятия в разрезе отдельных параметров «кризисного поля»;
- на третьей стадии прогнозируется развитие факторов финансового кризиса и их совокупное негативное влияние на развитие финансовой деятельности предприятия.

5. Оценка потенциальных финансовых возможностей предприятия по преодолению финансового кризиса. Такая оценка во мно-

гом определяет направленность антикризисных мероприятий и интенсивность использования стабилизационных механизмов:

- на первой стадии оценивается объём чистого денежного потока предприятия, генерируемого в кризисных условиях его функционирования, и степень его достаточности для преодоления финансового кризиса;
- на второй стадии оцениваются состояние страховых резервов финансовых ресурсов предприятия и их адекватность масштабам угроз, генерируемых финансовым кризисом;
- на третьей стадии определяются возможные направления экономии финансовых ресурсов предприятия в период протекания финансового кризиса: экономия текущих затрат, связанных с осуществлением операционной деятельности; экономия инвестиционных ресурсов за счёт приостановления реализации отдельных реальных инвестиционных проектов и т. п.;
- на четвёртой стадии определяются возможные альтернативные внешние источники формирования финансовых ресурсов, необходимые для функционирования предприятия в кризисных условиях и его вывода из состояния финансового кризиса;
- на пятой стадии оценивается качественное состояние финансового потенциала предприятия с позиций возможного преодоления финансового кризиса – уровень квалификации финансовых менеджеров, их способность к быстрому реагированию на изменения факторов внешней финансовой среды, эффективность организационной структуры финансового управления и т. п.

6. Выбор направлений механизмов финансовой стабилизации предприятия, адекватных масштабам его кризисного финансового состояния. Выбор таких механизмов призван стабилизировать финансовое состояние предприятия путём соответствующих преобразований важнейших параметров его финансовой структуры – структуры капитала, структуры активов, структуры денежных потоков, структуры источников формирования финансовых ресурсов, структуры инвестиционного портфеля и т. п.

Выбор конкретных механизмов финансовой стабилизации в процессе реструктуризации основных параметров финансовой деятельности предприятия в условиях его кризисного развития должен быть направлен на поэтапное решение следующих задач:

- устранение неплатёжеспособности;
- восстановление финансовой устойчивости;
- финансовое обеспечение устойчивого роста предприятия в долгосрочной перспективе.

7. Разработка и реализация комплексной программы вывода предприятия из финансового кризиса. Такая комплексная программа разрабатывается обычно в форме двух альтернативных документов – комплексного плана мероприятий по выводу предприятия из состояния финансового кризиса или инвестиционного проекта финансовой санации предприятия.

Комплексный план мероприятий по выводу предприятия из состояния финансового кризиса разрабатывается в тех случаях, когда предусматривается использование преимущественно внутренних механизмов финансовой стабилизации в рамках объёма финансовых ресурсов, формируемых из внутренних источников. Этот план содержит следующие основные разделы:

- перечень антикризисных мероприятий;
- объём финансовых ресурсов, выделяемых для их реализации;
- сроки реализации отдельных антикризисных мероприятий;
- лица, ответственные за реализацию отдельных антикризисных мероприятий;
- ожидаемые результаты финансовой стабилизации.

Инвестиционный проект финансовой санации предприятия разрабатывается в тех случаях, когда предприятие для выхода из финансового кризиса намерено привлечь внешних санаторов.

Такой проект носит форму бизнес-плана санации.

После разработки и утверждения комплексной программы вывода предприятия из финансового кризиса предприятие приступает к ее реализации.

8. Контроль реализации программы вывода предприятия из финансового кризиса. Такой контроль возлагается, как правило, на главных менеджеров предприятия. Основная часть мероприятий комплексной программы вывода предприятия из финансового кризиса контролируется в системе оперативного финансового контроллинга, организованного на предприятии. Результаты контроля выполнения программы требуют периодического обсуждения в целях

внесения необходимых корректив, направленных на повышение эффективности антикризисных мероприятий.

9. Разработка и реализация мероприятий по устранению предприятием негативных последствий финансового кризиса.

Система таких мероприятий на каждом предприятии носит индивидуализированный характер и направлена на последующую стабилизацию качественных структурных преобразований его финансовой деятельности.

Содержание основных этапов процесса антикризисного финансового управления предприятием подробно рассматривается в последующих разделах.

## **9.2. Диагностика финансового кризиса предприятия**

Оценка кризисных симптомов предприятия и диагностирование его финансового кризиса осуществляется задолго до проявления его явных признаков. Такая оценка и прогнозирование развития кризисных симптомов финансовой деятельности предприятия является предметом диагностики финансового кризиса.

Диагностика финансового кризиса представляет собой систему целевого финансового анализа, направленного на выявление возможных тенденций и негативных последствий кризисного развития предприятия.

В зависимости от целей и методов осуществления диагностика финансового кризиса предприятия подразделяется на две основные системы:

- 1) систему экспресс-диагностики финансового кризиса;
- 2) систему фундаментальной диагностики финансового кризиса.

Простейшей формой выявления кризисных симптомов развития предприятия является экспресс-диагностика.

Экспресс-диагностика финансового кризиса характеризует систему регулярной оценки кризисных параметров финансового развития предприятия, осуществляемой на базе данных его финансового учёта по стандартным алгоритмам анализа.

Основной целью экспресс-диагностики финансового кризиса является раннее обнаружение признаков кризисного развития

предприятия и предварительная оценка масштабов кризисного его состояния.

Экспресс-диагностика финансового кризиса осуществляется по следующим основным этапам:

1) определение объектов наблюдения «кризисного поля», реализующего угрозу возникновения финансового кризиса предприятия. Опыт показывает, что в современных экономических условиях практически все аспекты финансовой деятельности предприятия могут генерировать угрозу его банкротства. Поэтому система наблюдения «кризисного поля» должна строиться с учётом степени генерирования этой угрозы путём выделения наиболее существенных объектов по этому критерию. С этих позиций система наблюдения «кризисного поля» предприятия может быть представлена основными объектами (параметрами);

2) формирование системы индикаторов оценки угрозы возникновения финансового кризиса предприятия. Система таких индикаторов формируется по каждому объекту наблюдения «кризисного поля». В процессе формирования все показатели-индикаторы подразделяются на объёмные, выражаемые абсолютной суммой, и структурные, выражаемые относительными показателями.

Приведённая система индикаторов оценки угрозы банкротства предприятия может быть расширена с учётом особенностей его финансовой деятельности и целей диагностики.

3) анализ отдельных сторон кризисного финансового развития предприятия, осуществляемый стандартными методами. Основу такого анализа составляет сравнение фактических показателей-индикаторов с плановыми (нормативными) и выявление размеров отклонений в динамике. Рост размера негативных отклонений в динамике характеризует нарастание кризисных явлений финансовой деятельности предприятия, генерирующих угрозу возникновения его финансового кризиса.

В процессе анализа отдельных сторон кризисного финансового развития предприятия используются следующие стандартные его методы:

- горизонтальный (трендовый) финансовый анализ;
- вертикальный (структурный) финансовый анализ;

- сравнительный финансовый анализ;
- анализ финансовых коэффициентов;
- анализ финансовых рисков;
- интегральный финансовый анализ, основанный на «модели Дюпона»;

4) предварительная оценка масштабов кризисного финансового состояния предприятия. Такая оценка проводится на основе анализа отдельных сторон кризисного развития предприятия за ряд предшествующих этапов. Практика финансового менеджмента использует при оценке масштабов кризисного финансового состояния предприятия три принципиальных характеристики:

- лёгкий финансовый кризис;
- глубокий финансовый кризис;
- катастрофический финансовый кризис (финансовая катастрофа).

При необходимости каждая из этих характеристик может получить более углублённую дифференциацию.

Система экспресс-диагностики обеспечивает раннее обнаружение признаков кризисного развития предприятия и позволяет принять оперативные меры психологической нейтрализации. Её предупредительный эффект наиболее ощутим на стадии лёгкого финансового кризиса предприятия. При иных масштабах кризисного финансового состояния предприятия она обязательно должна дополняться системой фундаментальной диагностики.

Более полную и углублённую оценку финансового кризиса предприятия позволяет получить его фундаментальная диагностика.

Фундаментальная диагностика финансового кризиса характеризует систему оценки параметров кризисного финансового развития предприятия, осуществляемую на основе методов факторного анализа и прогнозирования.

Основными целями фундаментальной диагностики финансового кризиса являются:

- углубление результатов оценки кризисных параметров финансового развития предприятия, полученных в процессе экспресс-диагностики;
- подтверждение полученной предварительной оценки масштабов кризисного финансового состояния предприятия;

- прогнозирование развития отдельных факторов, генерирующих угрозу финансового кризиса предприятия, и их негативных последствий;
- оценка и прогнозирование способности предприятия к нейтрализации финансового кризиса за счёт внутреннего финансового потенциала.

Фундаментальная диагностика финансового кризиса осуществляется по следующим основным этапам:

1) систематизация основных факторов, обуславливающих кризисное финансовое развитие предприятия. Факторный анализ и прогнозирование составляют основу фундаментальной диагностики финансового кризиса, поэтому систематизации отдельных факторов, намечаемых к исследованию, должно быть уделено первостепенное внимание.

В процессе изучения и оценки эти факторы подразделяются на две основные группы:

- не зависящие от деятельности предприятия – внешние или экзогенные факторы;
- зависящие от деятельности предприятия – внутренние или эндогенные факторы.

Внешние факторы кризисного финансового развития в свою очередь подразделяются при анализе на три подгруппы:

а) социально-экономические факторы общего развития страны. В составе этих факторов рассматриваются только те, которые оказывают негативное воздействие на хозяйственную деятельность данного предприятия, т. е. формируют угрозу его финансового кризиса;

б) рыночные факторы. Исследуются негативные для данного предприятия тенденции развития товарных и финансового рынков;

в) прочие внешние факторы. Их состав предприятие определяет самостоятельно, с учётом специфики своей деятельности.

Внутренние факторы кризисного финансового развития также подразделяются при анализе на три подгруппы, в зависимости от особенностей формирования денежных потоков предприятия:

- а) факторы, связанные с операционной деятельностью;
- б) факторы, связанные с инвестиционной деятельностью;
- в) факторы, связанные с финансовой деятельностью;

2) Проведение комплексного фундаментального анализа с использованием специальных методов оценки влияния отдельных факторов на кризисное финансовое развитие предприятия. Основу такого анализа составляет выявление степени негативного воздействия отдельных факторов на различные аспекты финансового развития предприятия. В процессе осуществления такого фундаментального анализа используются следующие основные методы:

– полный комплексный анализ финансовых коэффициентов. При осуществлении этого анализа существенно расширяется круг объектов «кризисного поля», а также система показателей-индикаторов возможной угрозы финансового кризиса;

– корреляционный анализ. Этот метод используется для определения степени влияния отдельных факторов на характер кризисного финансового развития предприятия. Количественно степень этого влияния может быть измерена с помощью одно- или многофакторных моделей корреляции. По результатам такой оценки проводится ранжирование отдельных факторов по степени их негативного воздействия на финансовое развитие предприятия;

– СВОТ-анализ [SWOT-analysis]. Основным содержанием СВОТ-анализа является исследование характера сильных и слабых сторон предприятия в разрезе отдельных внутренних эндогенных факторов, а также позитивного или негативного влияния отдельных внешних (экзогенных) факторов, обуславливающих кризисное финансовое развитие предприятия;

– аналитическая «Модель Альтмана». Она представляет собой алгоритм интегральной оценки угрозы банкротства предприятия, основанный на комплексном учёте важнейших показателей, диагностирующих кризисное финансовое его состояние. На основе обследования предприятий-банкротов Э. Альтман определил коэффициенты значимости отдельных факторов в интегральной оценке вероятности банкротства.

Несмотря на относительную простоту использования этой модели для оценки финансового кризиса и угрозы банкротства, в наших экономических условиях она не позволяет получить достаточно объективного результата. Это вызывается различиями в учёте отдельных показателей, влиянием инфляции на их формирование,

несоответствием балансовой и рыночной стоимости отдельных активов и другими объективными причинами, которые определяют необходимость корректировки коэффициентов значимости показателей, приведённых в модели Альтмана, и учёта ряда других показателей оценки кризисного развития предприятия;

3) прогнозирование развития кризисного финансового состояния предприятия под негативным воздействием отдельных факторов. Такой прогноз осуществляется на основе разработки специальных многофакторных регрессионных моделей, использования в этих целях аналитического аппарата СВОТ-анализа и других методов, подробно рассмотренных ранее при изложении принципов фундаментального анализа. В процессе прогнозирования учитываются факторы, оказывающие наиболее существенное негативное воздействие на финансовое развитие и генерирующие наибольшую угрозу финансового кризиса предприятия в предстоящем периоде;

4) прогнозирование способности предприятия к нейтрализации финансового кризиса за счёт внутреннего финансового потенциала. В процессе такого прогнозирования определяется, насколько быстро и в каком объёме предприятие способно:

- обеспечить рост чистого денежного потока;
- снизить общую сумму финансовых обязательств;
- реструктуризировать свои финансовые обязательства путём перевода их из краткосрочных форм в долгосрочные;
- снизить уровень текущих затрат и коэффициент операционного левериджа;
- снизить уровень финансовых рисков в своей деятельности;
- положительно изменить другие финансовые показатели, несмотря на негативное воздействие отдельных факторов.

Обобщающую оценку способности предприятия к нейтрализации финансового кризиса в краткосрочном перспективном периоде позволяет получить прогнозируемый в динамике коэффициент возможной нейтрализации краткосрочного финансового кризиса предприятия;

5) окончательное определение масштабов кризисного финансового состояния предприятия. Идентификация масштабов кризисного финансового состояния должна включать аналитические и

прогнозные результаты фундаментальной диагностики банкротства и определять возможные направления восстановления финансового равновесия предприятия.

Фундаментальная диагностика финансового кризиса позволяет получить наиболее развёрнутую картину кризисного финансового состояния предприятия и конкретизировать формы и методы предстоящего его финансового оздоровления.

### **9.3. Использование внутренних механизмов финансовой стабилизации предприятия**

Основная роль в системе антикризисного управления предприятием отводится широкому использованию внутренних механизмов финансовой стабилизации. Это связано с тем, что успешное применение этих механизмов позволяет не только снять финансовый стресс угрозы банкротства, но и в значительной мере избавить предприятие от зависимости использования заемного капитала, ускорить темпы его экономического развития.

Финансовая стабилизация предприятия в условиях кризисной ситуации последовательно осуществляется по следующим основным этапам:

1) устранение неплатёжеспособности. В какой бы степени не оценивался по результатам диагностики масштаб кризисного состояния предприятия, наиболее неотложной задачей в системе мер финансовой его стабилизации является восстановление способности к осуществлению платежей по своим неотложным финансовым обязательствам с тем, чтобы предупредить возникновение процедуры банкротства;

2) восстановление финансовой устойчивости (финансового равновесия). Хотя неплатёжеспособность предприятия может быть устранена в течение короткого периода за счёт осуществления ряда аварийных финансовых операций, причины, генерирующие неплатёжеспособность, могут оставаться неизменными, если не будет восстановлена до безопасного уровня финансовая устойчивость предприятия. Это позволит устранить угрозу возобновления финансового кризиса не только в коротком, но и в более продолжительном промежутке времени;

3) обеспечение финансового равновесия в длительном периоде. Полная финансовая стабилизация достигается только тогда, когда предприятие обеспечило длительное финансовое равновесие в процессе своего предстоящего экономического развития, т. е. создало предпосылки стабильного снижения стоимости используемого капитала и постоянного роста своей рыночной стоимости. Эта задача требует ускорения темпов экономического развития на основе внесения определённых корректив в отдельные параметры финансовой стратегии предприятия. Скорректированная с учётом неблагоприятных факторов финансовая стратегия предприятия должна обеспечивать высокие темпы устойчивого роста его операционной деятельности при одновременной нейтрализации угрозы его банкротства в предстоящем периоде

Каждому этапу финансовой стабилизации предприятия соответствуют определённые внутренние механизмы. В практике финансового менеджмента их принято подразделять на оперативный, тактический и стратегический механизмы.

Используемые вышеперечисленные внутренние механизмы финансовой стабилизации носят «защитный» или «наступательный» характер.

Оперативный механизм финансовой стабилизации, основанный на принципе «отсечения лишнего», представляет собой защитную реакцию предприятия на неблагоприятное финансовое развитие и лишён каких-либо наступательных управленческих решений.

Тактический механизм финансовой стабилизации, используя отдельные защитные мероприятия, в преимущественном виде представляет собой наступательную тактику, направленную на перелом неблагоприятных тенденций финансового развития и выход на рубеж финансового равновесия предприятия.

Стратегический механизм финансовой стабилизации представляет собой исключительно наступательную стратегию финансового развития, обеспечивающую оптимизацию необходимых финансовых параметров, подчинённую целям ускорения всего экономического роста предприятия.

Рассмотрим более подробно содержание каждого из внутренних механизмов, используемых на отдельных этапах финансовой стабилизации предприятия.

1. Оперативный механизм финансовой стабилизации представляет собой систему мер, направленную, с одной стороны, на уменьшение размера текущих внешних и внутренних финансовых обязательств предприятия в краткосрочном периоде, а с другой стороны, – на увеличение суммы денежных активов, обеспечивающих срочное погашение этих обязательств. Принцип «отсечения лишнего», лежащий в основе этого механизма, определяет необходимость сокращения размеров как текущих потребностей, вызывающих соответствующие финансовые обязательства, так и отдельных видов ликвидных активов с целью их срочной конверсии в денежную форму.

Выбор соответствующего направления оперативного механизма финансовой стабилизации диктуется характером реальной неплатёжеспособности предприятия, индикатором которой служит коэффициент чистой текущей платёжеспособности. В отличие от ранее рассмотренного традиционного коэффициента текущей платёжеспособности предприятия, он требует дополнительной корректировки, определяемой кризисным финансовым состоянием предприятия, как состава оборотных активов, так и состава краткосрочных финансовых обязательств.

Из состава оборотных активов исключается следующая неликвидная (в краткосрочном периоде) их часть:

- безнадёжная дебиторская задолженность;
- неликвидные запасы товарно-материальных ценностей.

Из состава краткосрочных финансовых обязательств исключается следующая внутренняя их часть, которая может быть перенесена на период завершения финансовой стабилизации:

- расчёты по начисленным дивидендам и процентам, подлежащим выплате;
- расчёты с дочерними предприятиями (филиалами).

Ускорение конверсии в денежные средства части ликвидных оборотных активов, обеспечивающее рост положительного денежного потока в краткосрочном периоде, достигается за счёт следующих основных мероприятий:

- ликвидации портфеля краткосрочных финансовых инвестиций;
- ускорения инкассации текущей дебиторской задолженности;
- снижения периода предоставления покупателям товарного (коммерческого) кредита;

- увеличения размера ценовой скидки при осуществлении наличного расчёта за реализуемую продукцию;
- снижения размера страховых запасов товарно-материальных ценностей;
- уценки трудноликвидных видов запасов товарно-материальных ценностей до уровня цены спроса с обеспечением последующей их реализации и других.

Ускоренное частичное дезинвестирование внеоборотных активов, обеспечивающее рост положительного денежного потока в краткосрочном периоде, достигается за счёт следующих основных мероприятий:

- реализации высоколиквидной части долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля;
- проведения операций возвратного лизинга, в процессе которых ранее приобретённые в собственность основные средства продаются лизингодателю с одновременным оформлением договора их финансового лизинга;
- ускоренной продажи неиспользуемого оборудования по ценам спроса на соответствующем рынке;
- аренды оборудования, ранее намечаемого к приобретению в процессе обновления основных средств и др.

Ускоренное сокращение размера краткосрочных финансовых обязательств, обеспечивающее снижение объёма отрицательного денежного потока в краткосрочном периоде, достигается за счёт следующих основных мероприятий:

- выдачи векселей по отдельным видам краткосрочной задолженности, требующей погашения в текущем периоде,
- увеличения периода предоставляемого поставщиками товарного (коммерческого) кредита;
- отсрочки расчётов по отдельным формам внутренних текущих обязательств по расчётам предприятия и др.

Цель этого этапа финансовой стабилизации считается достигнутой, если устранена текущая неплатёжеспособность предприятия, т. е. объём поступления денежных средств превысил объём неотложных финансовых обязательств в краткосрочном периоде. Это означает, что угроза банкротства, генерируемая финансовым кризи-

сом предприятия, в текущем отрезке времени ликвидирована, хотя и носит, как правило, отложенный характер.

2. Тактический механизм финансовой стабилизации представляет собой систему мер, направленных на достижение точки финансового равновесия предприятия в предстоящем периоде. Принципиальная модель финансового равновесия предприятия имеет следующий вид:

$$\begin{aligned} & \text{ЧПО} + \text{АО} + \text{ДАК} + \text{ДСФРП} = \\ & = \text{ДИСК} + \text{ДФ} + \text{ПУП} + \text{СП} + \text{ДК} + \text{ДРФ}, \end{aligned}$$

где ЧПО – чистая операционная прибыль предприятия; АО – сумма амортизационных отчислений; ЛАК – сумма прироста акционерного (паевого) капитала при дополнительной эмиссии акций (увеличении размеров паевых взносов в уставный фонд); ДСФРП – прирост собственных финансовых ресурсов за счёт прочих источников; ДИСК – прирост объёма инвестиций, финансируемых за счёт собственных источников; ДФ – сумма дивидендного фонда (фонда выплат процентов собственникам предприятия на вложенный капитал); ПУП – объём программы участия наёмных работников в прибыли (выплат за счёт прибыли); СП – объём социальных, экологических и других внешних программ предприятия, финансируемых за счёт прибыли; ДК – разница между объёмом предусматриваемого к выплате в текущем периоде основного долга и объёмом возможного к получению кредита в этом же периоде; ДРФ – прирост суммы резервного (страхового) фонда предприятия.

Как видно из приведённой формулы, правую её часть составляют все источники формирования собственных финансовых ресурсов предприятия, а левую – соответственно все направления использования этих ресурсов. Поэтому в упрощённом виде модель финансового равновесия предприятия, к достижению которой предприятие стремится в кризисной ситуации, может быть представлена в следующем виде:

$$\text{ОГСФР} = \text{ОПСФР},$$

где ОГСФР – возможный объём генерирования собственных финансовых ресурсов предприятия; ОПСФР – необходимый объём потребления собственных финансовых ресурсов предприятия.

Какие бы меры не принимались в процессе использования тактического механизма финансовой стабилизации предприятия, все они должны быть направлены на обеспечение неравенства:  $ОГСФР > ОПСФР$ . Однако в реальной практике возможности существенного увеличения объёма генерирования собственных финансовых ресурсов (левой части неравенства) в условиях кризисного развития ограничены. Поэтому основным направлением обеспечения достижения точки финансового равновесия предприятием в кризисных условиях является сокращение объёма потребления собственных финансовых ресурсов (правой части неравенства). Такое сокращение связано с уменьшением объёма, как операционной, так и инвестиционной деятельности предприятия и поэтому характеризуется термином «сжатие предприятия».

Сжатие предприятия в процессе обеспечения вышеприведённого неравенства должно сопровождаться мерами по обеспечению прироста собственных финансовых ресурсов. Чем в большей степени предприятие сможет обеспечить положительный разрыв соответствующих денежных потоков этого неравенства, тем быстрее оно достигнет точки финансового равновесия в процессе выхода из кризисного состояния.

Увеличение объёма генерирования собственных финансовых ресурсов, обеспечивающее рост левой части неравенства, достигается за счёт следующих основных мероприятий:

- оптимизации ценовой политики предприятия, обеспечивающей дополнительный размер операционного дохода;
- сокращения суммы постоянных издержек (включая сокращение управленческого персонала, расходов на текущий ремонт и т. п.);
- снижения уровня переменных издержек (включая сокращение производственного персонала основных и вспомогательных подразделений; повышение производительности труда и т. п.);
- осуществления эффективной налоговой политики, обеспечивающей минимизацию налоговых платежей по отношению к сумме дохода и прибыли предприятия (направленной на возрастание суммы чистой прибыли предприятия);
- проведения ускоренной амортизации основных средств и нематериальных активов с целью возрастания объёма амортизационного потока;

- своевременной реализации выбываемого в связи с высоким износом или неиспользуемого имущества;
- осуществления эффективной эмиссионной политики за счёт дополнительной эмиссии акций (или привлечения дополнительно паевого капитала) и др.

Сокращение необходимого объёма потребления собственных финансовых ресурсов, обеспечивающее снижение левой части неравенства, достигается за счёт следующих основных мероприятий:

- снижения инвестиционной активности предприятия во всех основных её формах;
- обеспечения обновления операционных внеоборотных активов преимущественно за счёт их аренды (лизинга);
- осуществления дивидендной политики, адекватной кризисному финансовому развитию предприятия с целью увеличения чистой прибыли, направляемой на производственное развитие;
- сокращения объёма программы участия наёмных работников в прибыли (в период кризисного развития должны быть существенно снижены суммы премиальных выплат за счёт этого источника);
- отказа от внешних социальных и других программ предприятия, финансируемых за счёт его прибыли;
- снижения размеров отчислений в резервный и другие страховые фонды, осуществляемых за счёт прибыли, и др.

Цель этого этапа финансовой стабилизации считается достигнутой, если предприятие вышло на рубеж финансового равновесия, предусматриваемый целевыми показателями финансовой структуры капитала и обеспечивающий достаточную его финансовую устойчивость.

3. Стратегический механизм финансовой стабилизации представляет собой систему мер, направленных на поддержание достигнутого финансового равновесия предприятия в длительном периоде. Этот механизм базируется на использовании модели устойчивого роста предприятия, обеспечиваемого основными параметрами его финансовой стратегии.

Модель устойчивого роста имеет различные математические варианты в зависимости от используемых базовых показателей финансовой стратегии предприятия. Однако, учитывая, что все эти ба-

зовые показатели количественно и функционально взаимосвязаны, результаты расчёта основного искомого показателя – возможного для данного предприятия темпа прироста объёма реализации продукции (т. е. объёма операционной его деятельности), остаются неизменными.

Для экономической интерпретации этой модели разложим её на отдельные составляющие. В этом случае модель устойчивого роста предприятия получит следующий вид:

$$\Delta OP = \frac{ЧП}{OP} ККП \frac{A}{СК} КО_a,$$

где  $\Delta OP$  – прирост объёма реализации продукции;  $\frac{ЧП}{OP}$  – коэффициент рентабельности реализации продукции;  $ККП$  – коэффициент капитализации чистой прибыли;  $\frac{A}{СК}$  – коэффициент левериджа активов;  $КО_a$  – коэффициент оборачиваемости активов.

Из приведённой модели, разложенной на отдельные составляющие её элементы, можно увидеть, что возможный темп прироста объёма реализации продукции, не нарушающий финансового равновесия предприятия, составляет произведение следующих четырёх коэффициентов, достигнутых при равновесном его состоянии на предшествующем этапе антикризисного управления:

- 1) коэффициента рентабельности реализации продукции;
- 2) коэффициента капитализации чистой прибыли;
- 3) коэффициента левериджа активов. Он характеризует «финансовый рычаг», с которым собственный капитал предприятия формирует активы, используемые в его хозяйственной деятельности;
- 4) коэффициента оборачиваемости активов.

Если базовые параметры финансовой стратегии предприятия остаются неизменными в предстоящем периоде, расчётный показатель будет оставлять оптимальное значение возможного прироста объёма реализации продукции. Любое отклонение от этого оптимального значения будет или требовать дополнительного привлечения финансовых ресурсов, нарушая финансовое равновесие, или генерировать дополнительный объём этих ресурсов, не обеспечивая эффективного их использования в операционном процессе.

Если же по условиям конъюнктуры товарного рынка предприятие не может выйти на запланированный темп прироста объёма реализации продукции или, наоборот, может существенно его превысить, для обеспечения новой ступени финансового равновесия предприятия в параметры его финансовой стратегии должны быть внесены соответствующие коррективы, т. е. изменены значения отдельных базовых финансовых показателей.

Таким образом, модель устойчивого роста является регулятором оптимальных темпов развития объёма операционной деятельности (прироста объёма реализации продукции) или в обратном её варианте — регулятором основных параметров финансового развития предприятия, отражаемых системой рассмотренных коэффициентов. Она позволяет закрепить достигнутое на предыдущем этапе антикризисного управления предприятием финансовое равновесие в долгосрочной перспективе его экономического развития.

В целом по стратегическому механизму финансовой стабилизации предприятия можно сделать следующие основные выводы:

1) максимальный период бескризисного развития при достигнутом равновесном финансовом состоянии предприятия определяется периодом соответствия темпов прироста объёма реализации продукции их значениям, рассчитанным по модели устойчивого экономического роста. Любое отклонение от расчётных значений этого показателя приводит к потере предприятием состояния финансового равновесия;

2) устойчивый рост предприятия обеспечивается следующими основными параметрами его финансового развития:

- коэффициентом рентабельности реализации продукции;
- политикой распределения прибыли, отражаемой коэффициентом капитализации чистой прибыли;
- политикой формирования структуры капитала, отражаемой коэффициентом финансового леввериджа, или соответственно политикой финансирования активов, отражаемой коэффициентом леввериджа активов;
- политикой формирования состава активов (отражаемой коэффициентом оборачиваемости активов).

Изменяя любые перечисленные параметры финансовой стратегии предприятия, можно добиться приемлемых темпов его экономического развития в условиях финансового равновесия;

3) все параметры модели устойчивого роста изменчивы во времени и в целях обеспечения финансового равновесия предприятия должны периодически корректироваться с учётом внутренних условий его развития, изменения конъюнктуры финансового и товарно-рыночных и других факторов внешней среды.

Исходя из этих выводов, в параметры финансовой стратегии предприятия в процессе антикризисного управления и в ходе дальнейшего его развития вносятся необходимые коррективы, задаваемые возможными темпами прироста объёма реализации продукции.

Цель этого этапа финансовой стабилизации считается достигнутой, если в результате ускорения темпов устойчивого роста предприятия обеспечивается соответствующий рост его рыночной стоимости в долгосрочной перспективе.

Рассмотренные методы антикризисного управления свидетельствуют о широком диапазоне возможностей финансовой стабилизации предприятия за счёт использования её внутренних механизмов.

#### **9.4. Реструктуризация задолженности предприятия в процессе его финансовой санации**

В системе стабилизационных мер, направленных на вывод предприятия из финансового кризиса, важная роль отводится его санации.

Санация представляет собой систему мероприятий, направленных на оздоровление финансово-хозяйственного состояния предприятия-должника с целью предотвращения признания его банкротом и ликвидации.

В условиях рыночной экономики санация предприятий имеет значительный потенциал, является важным инструментом регулирования структурных изменений и входит в систему наиболее действенных механизмов финансовой стабилизации предприятий.

Санация предприятия проводится в трёх основных случаях:

1) до возбуждения кредиторами дела о банкротстве, если предприятие в попытке выхода из кризисного состояния прибегает к по-

мощи санаторов по своей инициативе, или такая санация инициируется кредиторами или инвесторами;

2) если само предприятие, обратившись в арбитражный суд с заявлением о своём банкротстве, одновременно предлагает условия своей санации. Такие случаи санации наиболее характерны для государственных предприятий;

3) если решение о проведении санации выносит арбитражный суд по поступившим предложениям от желающих удовлетворить требования кредиторов к должнику и погасить его обязательства перед бюджетом.

В двух последних случаях санация осуществляется в процессе производства дела о банкротстве предприятия при условии согласия собрания кредиторов со сроками выполнения их требований и на перевод долга.

Наиболее широкий диапазон форм имеет санация, инициируемая самим предприятием до возбуждения кредиторами дела о банкротстве. В этом случае она носит упреждающий характер, полностью согласуется с целями и интересами предприятия, подчинена задачам антикризисного его управления и сочетается с осуществляемыми мерами внутренней финансовой стабилизации.

Санация предприятия может осуществляться по многим направлениям, охватывая все стороны и направления его хозяйственной деятельности. Та часть санационных мероприятий, которая призвана обеспечить финансовую стабилизацию предприятия в процессе его кризисного состояния, выделяется в особый блок, который характеризуется как «финансовая санация».

Финансовая санация представляет собой систему мероприятий, направленных на восстановление платёжеспособности и финансовой устойчивости предприятия, находящегося в состоянии финансового кризиса, с целью предотвращения его ликвидации.

Одним из направлений финансовой санации предприятия, осуществляемой им совместно с партнёрами по хозяйственной деятельности (кредиторами и инвесторами), является реструктуризация его задолженности.

Под реструктуризацией задолженности предприятия понимается комплекс мероприятий по преобразованию его долговых

обязательств, направленных на погашение текущих требований кредиторов, с целью восстановления его платёжеспособности. Погашенными считаются требования, по которым у предприятия достигнуты с кредиторами соглашения о приостановлении, замене или прекращении соответствующего долгового обязательства.

Объектом реструктуризации задолженности предприятия могут выступать выплаты по погашению основного долга, выплаты процентов по обслуживанию кредитов и займов, выплаты пени и других штрафных санкций за нарушение контрактных обязательств, другие существенные условия по долговым обязательствам, приводящим к уменьшению (погашению) текущих требований кредиторов.

Управление процессом реструктуризации задолженности предприятия осуществляется по следующим основным этапам.

1) анализ состава задолженности предприятия. Такой анализ проводится с целью идентификации объёмов задолженности предприятия по отдельным её видам с целью последующей концентрации усилий по реструктуризации на тех её видах, которые генерируют наибольшие угрозы банкротства и ликвидации предприятия.

На первой стадии анализируется состав задолженности предприятия по срокам её погашения. В процессе этого анализа определяется общий объём текущей задолженности предприятия, а также объём долгосрочной его задолженности, подлежащий погашению в текущем периоде.

На второй стадии исследуется состав внешней и внутренней задолженности предприятия в целом. К внешней задолженности предприятия относятся текущие обязательства по финансовым кредитам и займам; все формы кредиторской его задолженности за товары, работы и услуги; текущие обязательства по расчётам по полученным авансам, с бюджетом, внебюджетными фондами и по страхованию. К внутренней задолженности предприятия относятся текущие обязательства по расчётам по оплате труда с участниками, с дочерними предприятиями и другим внутренним расчётам.

На третьей стадии рассматривается состав задолженности предприятия в разрезе конкретных кредиторов. В процессе этого анализа по наиболее крупным кредиторам состав задолженности иденти-

фицируется в разрезе её элементов — по выплате основного долга, по выплате процентов, по выплате пени и т. п.;

2) оценка возможности погашения задолженности предприятием в текущем периоде. В процессе этого этапа определяется, какой объём задолженности предприятия может быть погашен за счёт имеющихся у него финансовых ресурсов, а какой объём его непокрытых текущих финансовых обязательств будет определять размер его неплатёжеспособности, генерируя угрозу его банкротства и ликвидации. Для осуществления такой оценки может быть использован ранее рассмотренный коэффициент чистой текущей платёжеспособности предприятия;

3) оценка целесообразности и возможности погашения требований кредиторов в процессе финансовой санации предприятия. Такая оценка осуществляется с учётом размера непокрытых текущих финансовых обязательств предприятия и идентифицированного состава его задолженности в разрезе отдельных параметров:

— целесообразность погашения требований кредиторов путём осуществления реструктуризации задолженности определяется прежде всего её непокрытым размером и отсутствием возможности восстановить платёжеспособность предприятия за счёт использования внутренних механизмов финансовой стабилизации;

— возможность погашения требований кредиторов путём осуществления реструктуризации задолженности определяется перспективами быстрого выхода предприятия из финансового кризиса и успешного дальнейшего его финансового развития при оказании ему соответствующей санационной поддержки на современном этапе. Если по результатам объективной оценки такая перспектива имеется, то инициируемая предприятием реструктуризация его задолженности имеет шансы на успех.

Если в процессе оценки подтверждена целесообразность и возможность погашения требований кредиторов в процессе финансовой санации предприятия, принимается принципиальное решение о проведении реструктуризации его задолженности;

4) выбор конкретных форм и видов реструктуризации задолженности предприятия. В зависимости от размера непокрытых текущих финансовых обязательств предприятия и состава его задолженно-

сти, идентифицированной в процессе анализа, обосновываются формы и виды её реструктуризации.

Различают следующие основные формы реструктуризации задолженности предприятия в процессе его финансовой санации:

– пролонгация сроков выплаты задолженности в форме её отсрочки. Под отсрочкой задолженности понимается перенесение сроков её выплаты на более поздний период. Наиболее распространённым видом отсрочки является перевод краткосрочной задолженности предприятия в долгосрочную (отсрочка выплаты начисленных дивидендов и т. п.). Такая форма реструктуризации задолженности может относиться только к сумме основного долга (при продолжении его текущего обслуживания путём выплаты процентов) или ко всем видам платежей по финансовому обязательству предприятия (суммам основного долга, процентов по нему, начисленной пени и т. п.);

– пролонгация сроков выплаты задолженности в форме её рассрочки. Под рассрочкой задолженности понимается её разделение на несколько частей, которые выплачиваются постепенно в предстоящем периоде по графику, согласованному сторонами. Эта форма реструктуризации задолженности предприятия является одной из наиболее распространённых в процессе осуществления его финансовой санации;

– реоформление задолженности в другие виды долга. Эта форма реструктуризации сочетает в себе как пролонгацию сроков выплаты задолженности, так и изменение других существенных кредитных условий (например, залог имущества, поручительство или гарантии третьих лиц и т. п.). Основными видами этой формы реструктуризации задолженности являются оформление векселем долга по коммерческому кредиту, замена одного вида облигаций на другой с внесением изменений в условия её выпуска, перевод долга на третьих лиц;

– конверсия задолженности в имущество. Эта форма реструктуризации задолженности направлена на замену денежных выплат по ней передачей кредитору отдельных видов активов (имущества) предприятия. Наиболее часто в виде таких активов выступают акции предприятия, объекты его недвижимости, машины и оборудование, сырьё и материалы, готовая продукция;

– отказ от кредитных требований (списание долга). Такая форма реструктуризации задолженности может охватывать часть требований кредитора или полный их объём;

5) согласование форм и условий реструктуризации задолженности предприятия с кредиторами (инвесторами) и переоформление кредитных договоров. В процессе переговоров с каждым из кредиторов или с комитетом кредиторов (инвесторов) предприятие согласовывает конкретные формы и условия реструктуризации задолженности. Согласованные условия реструктуризации задолженности оформляются новым видом кредитного договора;

6) контроль выполнения условий погашения предприятием реструктурированной задолженности. Такой контроль осуществляют комитет кредиторов или управляющий санацией совместно с предприятием.

Цель реструктуризации задолженности предприятия в процессе его финансовой санации считается достигнутой, если погашен необходимый объём текущих требований кредиторов, обеспечивающий восстановление его платёжеспособности и нормальное осуществление финансовой деятельности.

## **9.5. Финансовые аспекты реорганизации предприятий**

В системе антикризисного управления предприятиями, обеспечивающего необходимую их санацию и реализацию целей стратегического развития, важную роль играет их реорганизация.

Реорганизация представляет собой имущественную трансформацию отдельных хозяйствующих субъектов, сопровождаемую преобразованием их организационно-правового статуса, с целью более эффективного осуществления хозяйственной деятельности.

С позиций финансового менеджмента, реорганизация предприятий представляет собой форму интеграции или диверсификации их капитала с целью более эффективного его использования в хозяйственном процессе. Какую бы форму ни принимала трансформация капитала в процессе реорганизации предприятий, она направлена на обеспечение их «внешнего роста», т. е. развития, осу-

ществляемого без затрат инвестиционных ресурсов. Как показывает опыт, внешний рост обеспечивает более быстрое и во многих случаях более эффективное развитие предприятий и достижение стратегических целей, чем их «внутренний рост», т. е. инвестирование капитала в прирост активов.

В соответствии с отечественным законодательством, реорганизация предприятий может осуществляться в следующих основных формах:

1) слияние предприятий представляет собой объединение двух предприятий, в результате которого создаётся новое предприятие – их правопреемник. Всё имущество, имущественные права и обязанности реорганизуемых в этой форме предприятий переходят к предприятию-правопреемнику, возникшему в результате реорганизации. Реорганизуемые предприятия заключают договор о слиянии, в котором определяются порядок конвертации акций каждого из них в акции (или иные ценные бумаги) нового общества. После слияния статус юридического лица участников договора ликвидируется в установленном порядке;

2) присоединение предусматривает прекращение деятельности одного или нескольких предприятий как юридического лица и передачу всех имущественных прав и обязанностей другому предприятию. Присоединяемое и присоединяющее предприятия заключают договор, определяющий порядок и условия присоединения, а также порядок конвертации акций присоединяемого общества. После осуществления присоединения, присоединяемое предприятие теряет статус юридического лица;

3) разделение предусматривает ликвидацию предприятия (объединения) с одновременным созданием на его базе двух или более новых самостоятельных предприятий. Каждое из новообразованных предприятий получает статус юридического лица, а имущественные права и обязанности переходят к каждому из них в соответствии с разделительным балансом. Решение о разделении, его условиях и порядке конвертации акций реорганизуемого общества в акции (или другие ценные бумаги) создаваемых предприятий принимается общим собранием акционеров;

4) выделение представляет собой создание одного или нескольких предприятий без прекращения деятельности последнего. Формой выделения может являться также выход предприятия из состава объединения. Каждое новое предприятие получает статус юридического лица, а имущественные права и обязанности переходят к ним на основе разделительного баланса. Реорганизуемое предприятие продолжает свою деятельность в предшествующем юридическом статусе;

5) преобразование характеризует смену организационно-правовой формы или формы собственности предприятия. В результате преобразования реорганизуемое предприятие продолжает свою хозяйственную деятельность в статусе предприятия-правопреемника. Все права и обязанности реорганизованного предприятия переходят к вновь возникшему юридическому лицу на основе передаточного акта.

Рассмотрим особенности отдельных законодательно установленных форм реорганизации предприятий с позиций финансового менеджмента (и соответственно, антикризисного финансового управления предприятием).

Прежде всего, обратим внимание на то, что слияние и присоединение различаются между собой лишь юридическим статусом преобразованного в результате реорганизации предприятия (в первом случае оно получает новый юридический статус, а во втором — сохраняет юридический статус одного из объединяемых предприятий). Имущество (активы) и собственный капитал при этих формах реорганизации у объединившихся предприятий остаются одинаковыми по своим размерам. Следовательно, с позиций финансового менеджмента эти две формы реорганизации предприятий можно считать идентичными — различия при их объединении носят только организационно-правовой характер.

Аналогичным образом характеризуются и такие формы реорганизации предприятий, как разделение и выделение — новообразованные предприятия различаются между собой лишь юридическим статусом. В то же время совокупный объём имущества (активов) и собственного капитала новообразованных предприятий в результате их реорганизации в рассматриваемых формах остаётся одинаковым.

Это также позволяет сделать вывод, что с позиций финансового менеджмента рассматриваемые формы реорганизации предприятий можно считать идентичными — различия состоят лишь в организационно-правовом механизме осуществления реорганизации и конечном статусе юридических лиц новообразованных предприятий.

И, наконец, такая форма реорганизации предприятия как преобразование, вообще не вносит никаких изменений ни в объём и структуру используемого имущества (активов), ни в сумму собственного капитала. Реорганизованное в этой форме предприятие (в новой организационно-правовой форме или форме собственности) получает лишь потенциальную возможность повысить эффективность своей предстоящей хозяйственной (в том числе и финансовой) деятельности с приходом эффективных собственников или нового состава менеджеров. Такая возможность может быть реализована лишь в перспективе, а соответственно, и санационный эффект в этом случае носит отложенный характер. Учитывая, что данная форма реорганизации предприятия не вносит изменений в финансовую структуру предприятия непосредственно после её осуществления и даже не обозначает характер этих изменений, рассматривать её в системе антикризисного финансового управления как самостоятельную представляется нецелесообразным. На реорганизованное в этой форме предприятие могут быть распространены те же санационные механизмы внутренней финансовой стабилизации и реструктуризации задолженности, что и на действующих предприятиях, находящихся в состоянии финансового кризиса (рассмотренные нами в предыдущих разделах).

Таким образом, с позиции антикризисного финансового управления реорганизация предприятий (как форма их санации) может быть сведена к двум основным формам:

- объединению (слиянию и присоединению);
- разделу (разделению и выделению).

Указанные формы реорганизации лежат в основе избираемой концепции санации предприятия, которая может носить наступательный или оборонительный характер.

Из двух принципиальных форм реорганизации, рассматриваемых в процессе осуществления антикризисного финансового

управления, наиболее сложной является объединение предприятий в форме их слияния или присоединения (в финансовом менеджменте вместо термина «присоединение» используется обычно термин «поглощение»).

Такое объединение классифицируется по ряду следующих признаков:

1) по отраслевому признаку различают следующие виды объединения предприятий:

- горизонтальное объединение, в процессе которого интегрируются предприятия одной отрасли;
- вертикальное объединение, в процессе которого интегрируются предприятия смежных отраслей (например, производителей и потребителей сырья);
- конгломератное объединение, в процессе которого интегрируются предприятия, не связанные между собой ни отраслевыми, ни технологическими особенностями;

2) по добровольности осуществления выделяют следующие виды объединения предприятий:

- дружественное объединение, которое осуществляется на основе взаимного стремления и согласия объединяемых предприятий;
- враждебное объединение или захват, в процессе которого одно из предприятий присоединяет к себе другое без его согласия и при его противодействии.

Концепция, форма и вид, а также субъект объединения (слияния или поглощения) определяются общим планом санации или корпоративной стратегией предприятия. В подготовке таких управленческих решений финансовые менеджеры участвуют лишь в пределах возложенных на них функций. С позиций этих функций мы и рассмотрим содержание процесса антикризисного финансового управления предприятием при его реорганизации (на примере объединения предприятий).

Процесс антикризисного финансового управления предприятием при его объединении состоит из следующих основных этапов:

1) формулировка финансовых целей и задач, решаемых в процессе объединения предприятия. В процессе объединения предприятий по общему плану его санации главная цель антикризисного

финансового управления остаётся неизменной. Конкретизируется только система задач, связанных с этим направлением антикризисного финансового управления.

К числу основных из этих задач относятся:

- сбалансирование денежных потоков новообразованного предприятия, их выравнивание и синхронизация во времени;
- повышение темпов формирования чистого денежного потока объединённого предприятия (в сопоставлении с темпами его формирования по каждому из объединяемых предприятий);
- оптимизация структуры капитала новообразованного предприятия;
- расширение возможностей формирования финансовых ресурсов за счёт внешних источников.

В зависимости от характеристики финансовой структуры объединяемых предприятий круг этих задач может быть расширен и конкретизирован;

2) финансовая диагностика предприятия-партнера по объединению. Для того, чтобы объединение предприятий дало предусматриваемый эффект в финансовом оздоровлении санируемого предприятия, оно должно убедиться в том, что интеграция финансовых структур двух предприятий по основным параметрам будет способствовать формированию такого эффекта.

В процессе диагностики предприятия-партнера по объединению основное внимание должно быть уделено следующим структурным финансовым параметрам его функционирования:

- структуре активов;
- структуре капитала;
- структуре денежных потоков;
- структуре инвестиций.

Кроме того, в процессе диагностики должны быть проанализированы в динамике основные показатели эффективности финансовой деятельности предприятия-партнёра по объединению;

3) разработка финансового механизма обеспечения объединения предприятия. Такой механизм предусматривает разработку управленческих решений по следующим основным вопросам, связанным с обеспечением финансовой деятельности вновь созданного предприятия:

- обоснование организационной структуры управления финансовой деятельностью;
- формирование информационной базы управления финансовой деятельностью путём организации соответствующего управленческого учёта, мониторинга факторов внешней финансовой среды и т. п.;
- реструктуризация активов с учётом более эффективного использования отдельных их видов за счёт объединения;
- оптимизация структуры капитала с целью максимизации эффекта финансового левериджа при новых его параметрах;
- пересмотр инвестиционных программ объединяемых предприятий, консолидация отдельных реальных инвестиционных проектов и портфеля финансовых инвестиций;
- сбалансирование, выравнивание и синхронизация денежных потоков новосозданного предприятия в целом и в разрезе основных видов деятельности;
- консолидация финансовой философии, формирование новой финансовой стратегии и финансовой политики по отдельным аспектам финансовой деятельности;
- формирование организационной культуры финансовых менеджеров, отражающей философию развития новосозданного предприятия;

4) выбор формы финансирования процесса объединения.

Финансирование этого процесса в современных условиях осуществляется преимущественно в следующих основных формах:

- приобретения путём взаимной конвертации акций объединяемых предприятий;
- объединения путём конвертации акций одного из предприятий в облигации создаваемого предприятия.

В процессе выбора формы финансирования процесса объединения осуществляется сравнительная их оценка по критерию минимизации финансовых потерь;

5) оценка эффективности объединения. Эффективность объединения (слияния, поглощения) определяется путём соотнесения результатов (эффекта) и затрат на его осуществление.

Основным результатом объединения предприятий выступает синергический эффект, достигаемый за счёт диверсификации операционной и финансовой деятельности новообразованного предприятия; экономии затрат (формируемой за счёт эффекта масштаба, использования налоговых льгот и т. п.); повышения финансовой гибкости предприятия (возможности снижения стоимости капитала, привлекаемого из внешних источников) и других факторов. Конкретной формой такого синергического эффекта выступает прирост чистого денежного потока и рыночной стоимости предприятия в сравнении с их суммой по двум предприятиям до их объединения.

Эффект синергизма может быть определён на основе следующей формулы:

$$\text{ЭС}_0 = \text{PC}_0 - (\text{PC}_1 + \text{PC}_2),$$

где  $\text{ЭС}_0$  – сумма эффекта синергизма, достигаемого в процессе объединения предприятий;  $\text{PC}_0$  – прогнозируемая рыночная стоимость вновь создаваемого предприятия в процессе слияния (поглощения);  $\text{PC}_1$ ;  $\text{PC}_2$  – оценка рыночной стоимости отдельных объединяемых предприятий.

Затраты на осуществление объединения состоят из прямых расходов, обеспечивающих это объединение, и транзакционных издержек, связанных с оформлением договора об объединении (слиянии, присоединении).

Объединение предприятий можно принципиально рассматривать в качестве их совместного инвестиционного проекта, обеспечивающего прирост их рыночной стоимости после консолидации. Такой подход позволяет применить для оценки эффективности объединения предприятий те же методы и показатели, которые используются при оценке эффективности реальных инвестиционных проектов.

6. Подготовка финансового раздела проекта (бизнес-плана) и программы объединения. Финансовый раздел проекта (бизнес-плана) объединения предприятий формируется на основе результатов, полученных на предшествующих этапах процесса антикризисного финансового управления. Он включает:

– финансовые цель и задачи объединения;

- основные результаты финансовой диагностики партнёра по объединению с оценкой их влияния на возможность финансового оздоровления предприятия после объединения с ним;
- основные мероприятия, обеспечивающие механизм эффективной и быстрой интеграции предприятий;
- форму финансирования процесса объединения;
- ожидаемую эффективность объединения.

Основные мероприятия, обеспечивающие механизм эффективной и быстрой интеграции предприятия, конкретизируются в программе объединения, подготавливаемой совместно двумя предприятиями;

7) реализация мероприятий финансового раздела программы объединения. После утверждения программы объединения, мероприятия, предусматриваемые ею, получают практическую реализацию. Для координации этого процесса и обеспечения его финансирования создаётся специальная комиссия из представителей двух объединяемых предприятий и формируется специальный финансовый фонд;

8) контроль реализации мероприятий финансового раздела программы объединения. Такой контроль осуществляют представители комиссии по объединению и высшие менеджеры объединяемых предприятий. По результатам контроля корректируются отдельные мероприятия, предусмотренные программой объединения предприятий.

Финансовая цель реорганизации предприятий в форме его объединения считается достигнутой, если в результате такого объединения финансовая структура созданного предприятия приобрела большую устойчивость и более высокий потенциал развития финансовой деятельности.

### **Контрольные вопросы**

1. Что представляет собой финансовый кризис предприятия?
2. Какое название имеет процесс предотвращения финансового кризиса предприятия?
3. Что является главной целью антикризисного финансового управления?
4. Какие этапы антикризисного финансового управления предприятием вы знаете?
5. Что такое «кризисное поле»?
6. Что такое «индикаторы кризисного развития»?
7. Какие виды финансового состояния предприятия вы знаете?
8. В каких случаях разрабатывается комплексный план мероприятий по выводу предприятия из состояния кризиса? В каких случаях разрабатывается инвестиционный проект финансовой санации предприятия?
9. Что характеризует экспресс-диагностика финансового кризиса?
10. Что характеризует фундаментальная диагностика финансового кризиса?

## Библиографический список

1. Балабанов, И.Т. Риск-менеджмент / И.Т. Балабанов. — М. : Импэ-то, 2010. — 192 с.
2. Балабанов, И.Т. Основы финансового менеджмента / И.Т. Балабанов. — М. : Финансы и статистика, 2005. — 478 с.
3. Башарин, Г.П. Начала финансовой математики / Г.П. Башарин. — М. : ИНФРА-М, 2004. — 160 с.
4. Белолипецкий, В.Г. Финансы фирмы / В.Г. Белолипецкий. — М. : ИНФРА-М, 2008. — 298 с.
5. Беренс, В. Руководство по оценке эффективности инвестиций / В. Беренс, П. Хавранек ; пер. с англ. — М. : Эксмо, 2007. — 527 с.
6. Бернар, И. Толковый экономический и финансовый словарь / И. Бернар, Ж.-К. Колли; пер. с франц. — М. : Международные отношения, 1997. — 568 с.
7. Бернстайн, Л.А. Анализ финансовой отчётности: теория, практика и интерпретация / Л.А. Бернстайн; пер. с англ. — М. : Финансы и статистика, 2003. — 625 с.
8. Бирман, Г. Экономический анализ инвестиционных проектов / Г. Бирман, С. Шмидт; пер. с англ. — М. : Банки и биржи, ЮНИТИ, 2003. — 631 с.
9. Бланк, И.А. Инвестиционный менеджмент / И.А. Бланк. — Киев : ИТЕМ, Юнайтед Лондон Трейд Лимитед, 2008. — 444 с.
10. Бланк, И.А. Стратегия и тактика управления финансами / И.А. Бланк. — Киев : ИТЕМ, АДЕФ-Украина, 2003. — 534 с.
11. Бланк, И.А. Словарь-справочник финансового менеджера / И.А. Бланк. — Киев : Ника-Центр, Эльга, 1998. — 481 с.
12. Бланк, И.А. Управление прибылью / И.А. Бланк. — Киев : Ника-Центр, Эльга, 2007. — 736 с.
13. Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента / И.А. Бланк. — Киев : Ника-Центр, Эльга, 2012. — Т. 1. — 592 с.
14. Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента / И.А. Бланк. — Киев : Ника-Центр, Эльга, 2012. — Т. 2. — 512 с.
15. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс; пер. с англ. — М. : Олимп-Бизнес, 2012. — 1120 с.

16. Бригхзм, Ю. Энциклопедия финансового менеджмента / Ю. Бригхзм; пер. с англ. — М. : РАГС, Экономика, 2007. — 823 с.
17. Вяткин, В. Принятие финансовых решений в управлении бизнесом / В. Вяткин, Дж. Хэмптон, А. Казак. — М. : Екатеринбург : ЯВА, 1998. — 256 с.
18. Герчикова, И.Н. Финансовый менеджмент / И.Н. Герчикова. — М. : Консалтбанкир, 2010. — 508 с.
19. Риски в современном бизнесе / П.Г. Грабовый [и др.]. — М. : Алане, 2012. — 204 с.
20. Дамари, Р. Финансы и предпринимательство: финансовые инструменты, используемые западными фирмами для роста и развития / Р. Дамари ; пер. с англ. — Ярославль : Елень, 2007. — 224 с.
21. Друри, К. Введение в управленческий и производственный учёт / К. Друри ; пер. с англ. — М. : ЮНИТИ, 2005. — 224 с.
22. Ефимова, О.В. Финансовый анализ / О.В. Ефимова. — М. : Бухгалтерский учёт, 2012. — 451 с.
23. Карлин, Т. Анализ финансовых отчётов (на основе СААР) / Т. Карлин, А. Макмин ; пер. с англ. — М. : ИНФРА-М, 2001. — 445 с.
24. Карп, М.В. Финансовый лизинг на предприятии / М.В. Карп, Р.А. Махмутов, Е.М. Шабалин. — М. : Финансы, ЮНИТИ, 2014. — 119 с.
25. Ковалев, А.И. Анализ финансового состояния предприятия / А.И. Ковалев, В.П. Привалов. — М. : Центр экономики и маркетинга, 2001. — 250 с.
26. Ковалев, В.В. Управление финансами / В.В. Ковалев. — М. : ФБК-ПРЕСС, 2008.— 160 с.
27. Кочович, Е. Финансовая математика. Теория и практика финансово-банковских расчётов / Е. Кочович. — М. : Финансы и статистика, 2006. — 384 с.
28. Краткий курс по экономике предприятия / под ред. Н.Н. Ушаковой, Е.В. Савельева, Н.Н. Гуляевой ; пер. с нем. — Киев : Генеза, 2010. — 125 с.
29. Крейнина, М.Н. Финансовый менеджмент / М.Н. Крейнина. — М. : Дело и Сервис, 2001. — 400 с.

30. Лапуста, М.Г. Риски в предпринимательской деятельности / М.Г. Лапуста, Л.Г. Шаршукова. — М. : ИНФРА-М, 2009. — 224 с.
31. Лукасевич, И.Я. Анализ финансовых операций / И.Я. Лукасевич. — М. : Финансы, ЮНИТИ, 2008. — 400 с.
32. Мелкумов, Я.С. Кредитные ресурсы: расчёты и анализ / Я.С. Мелкумов, В.Н. Румянцев. — М. : Бизнес-школа «Интел-Синтез», 2010. — 142 с.
33. Миддлтон, Д. Бухгалтерский учёт и принятие финансовых решений / Д. Миддлтон ; пер. с англ. — М. : Аудит, ЮНИТИ, 2006. — 408 с.
34. Павлова, П.Н. Финансы предприятия / П.Н. Павлова. — М. : Финансы, ЮНИТИ, 2010. — 447 с.
35. Панова, Г.С. Кредитная политика коммерческого банка / Г.С. Панова. — М. : ДИС, 2002. — 464 с.
36. Розенберг, Дж. Инвестиции: терминологический словарь / Дж. Розенберг ; пер. с англ. — М. : ИНФРА-М, 2006. — 400 с.
37. Рукина, С.Н. Финансы коммерческих предприятий и организаций / С.Н. Рукина. — М. : Экспертное бюро-М, 2008. — 457 с.
38. Стоянова, Е.С. Финансовый менеджмент. Российская практика / Е.С. Стоянова. — М. : Перспектива, 2010. — 656 с.
39. Стоянова, Е.С. Управление оборотным капиталом / Е.С. Стоянова, Е.В. Быкова, И.А. Бланк. — М. : Перспектива, 2007. — 128 с.
40. Теплова, Т.В. Финансовые решения: стратегия и тактика / Т.В. Теплова. — М. : Магистр, 2011. — 264 с.
41. Уткин, Э.А. Новые финансовые инструменты рынка / Э.А. Уткин. — М. : Дебет-Кредит, 2003. — 112 с.
42. Хелферт, Э. Техника финансового анализа / Э. Хелферт ; пер. с англ. — М. : Аудит, ЮНИТИ, 2003. — 640 с.
43. Хорн, В. Основы управления финансами / В. Хорн ; пер. с англ. — М. : Финансы и статистика, 2005. — 800 с.
44. Чедвиз, Л. Основы финансового учёта / Л. Чедвиз ; пер. с англ. — М. : Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. — 528 с.
45. Четыркин, Е.М. Методы финансовых и коммерческих расчётов / Е.М. Четыркин. — М. : Дело, 2006. — 320 с.

46. Шарп, Ф. Инвестиции / Ф. Шарп, Г. Александер, Д. Бейли; пер. с англ. — М. : ИНФРА-М, 2010. — 1028 с.
47. Шим, Д. Методы управления стоимостью и анализа затрат / Д. Шим, Д. Сигел ; пер. с англ. — М. : ФИЛИНЪ, 2009. — 344 с.
48. Шим, Д. Финансовый менеджмент / Д. Шим, Д. Сигел ; пер. с англ. — М. : ФИЛИНЪ, 2011. — 400 с.